

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

**Análise dos fatores condicionantes da evolução da Dívida
Líquida do Setor Público durante o Plano Real: superávit
primário, ajustes patrimoniais e taxa de juros**

Monografia submetida ao Departamento de Ciências Econômicas para obtenção de carga horária na disciplina CNM 5420 – Monografia.

Por: Clayton Haviaras Wosgrau

Orientador: Prof. Roberto Meurer

Área de Pesquisa: Finanças Públicas

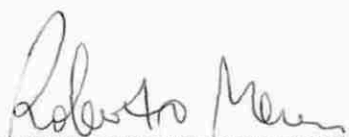
Palavras-chaves: 1. superávit primário
2. taxa de juros
3. ajustes patrimoniais

Florianópolis, julho de 2007.

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

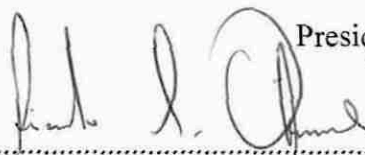
A Banca Examinadora resolveu atribuir a nota8,0..... ao aluno Clayton Haviaras Wosgrau na Disciplina CNM 5420 – Monografia, pela apresentação deste trabalho.

Banca Examinadora:



Prof. Roberto Meurer

Presidente



Prof. Ricardo José Araújo Oliveira

Membro



Prof. Wagner Leal Arienti

Membro

Agradeço ao meu orientador, professor Roberto Meurer, pela paciência durante estes cinco anos; ao Colegiado do curso de Ciências Econômicas, por deferir meu pedido de prorrogação de curso; ao meu “amigo-irmão” Christian Hermes e aos meus pais, Iran e Regina, que tanto insistiram para a conclusão desse trabalho; a minha doce irmã Camila, pelo apoio constante; e a minha bela Danielle, pela compreensão nos momentos em que precisei trocar sua carinhosa companhia por solidão.

SUMÁRIO

LISTA DE GRÁFICOS.....	VI
LISTA DE TABELAS.....	VII
RESUMO.....	VIII
 1. PROBLEMA.....	 1
1.1. Introdução	1
1.2. Objetivos.....	2
1.2.1. Geral.....	2
1.2.2. Específicos.....	2
1.3. Metodologia.....	3
 2. ASPECTOS CONCEITUAIS.....	 4
2.1. Dívida Líquida e Dívida Bruta do Setor Público.....	4
2.2. Déficit Público, ou Necessidades de Financiamento do Setor Público.....	5
2.3. A restrição orçamentária do governo e o financiamento das NFSP.....	6
 3. A DINÂMICA DA DÍVIDA PÚBLICA.....	 8
3.1. Tudo depende do perfil.....	8
3.2. Restrições ao endividamento.....	9
3.3. As variáveis condicionantes da dinâmica da dívida pública.....	10
3.4 A sustentabilidade da dívida pública.....	12
 4. SUPERÁVIT PRIMÁRIO: A APOSTA DO GOVERNO.....	 13
4.1. Eventos que não se repetem?.....	14
4.2. A qualidade do ajuste fiscal.....	17
 5. AJUSTES PATRIMONIAIS: O PESO DOS “ESQUELETOS”	 21
5.1. Componentes do ajuste patrimonial.....	21
5.2. Análise quantitativa.....	24
5.3. Perspectivas.....	28

6. TAXA DE JUROS: HIPÓTESES PARA A ALTA.....	31
6.1. Múltiplas funções.....	33
6.2. O “Efeito-Convenção”.....	36
6.3. A rigidez do sistema de metas de inflação.....	38
6.4. Reduzida eficácia da política monetária.....	39
7. CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES.....	44
REFERÊNCIAS.....	47

LISTA DE GRÁFICOS

3.1 Comparativo entre a taxa de crescimento real do PIB e a taxa de juros real entre 1995 e 2006.....	12
4.1 Evolução efetiva da dívida pública e trajetórias projetadas.....	15
4.2 Comparativo entre superávit primário obtido e pagamento de juros nominais da Dívida Mobiliária Federal entre 1998 a 2006.....	18
5.1 Fatores condicionantes da DLSP - valores nominais acumulados entre jan/96 a dez/2006.....	24
5.2 Evolução da relação DLSP/PIB observada e simulada - 1995 a 2006.....	25
5.3 Ajuste cambial e “esqueletos” – trajetória entre 1996 a 2006	29
6.1 Percentual de juros nominais pagos pelo Governo Federal e pelo BC durante o Plano Real, em proporção à receita total do Tesouro Nacional.....	32
6.2 Taxa Over-Selic real antes e depois do Plano Real.....	33
6.3 Composição da Dívida Mobiliária Federal Interna (DMFI) por tipo de indexador.....	35
6.4 Evolução da composição da DMFI por tipo de indexador durante o Plano Real.....	40
6.5 Evolução mensal dos preços livres e administrados entre julho de 1995 e setembro de 2002.....	42

LISTA DE TABELAS

4.1 Cenário básico do comportamento das variáveis da relação DLSP/PIB.....	14
5.1 Ajuste patrimonial líquido (passivos menos ativos contingentes reconhecidos) – Fluxos acumulados de janeiro de 1996 a junho de 2003.....	23
6.1 Taxa de juros nominal de oito países emergentes selecionados de 2004 a 2006.....	32

RESUMO

A presente monografia tem por objetivo fazer uma análise exploratória de três fatores condicionantes que contribuíram decisivamente para a expansão da Dívida Líquida do Setor Público (DSLSP) em proporção do Produto Interno Bruto (PIB), em exatos 100% (valores nominais), durante o Plano Real: superávit primário, ajustes patrimoniais e taxa de juros (nominais e reais).

Entender as causas do crescimento da dívida pública é de fundamental importância, na medida em que seus encargos competem substancialmente com recursos que deveriam ser canalizados para investimentos nas áreas de saúde, educação, infra-estruturara e segurança, por exemplo, dadas as carências sociais enfrentadas pelo País.

Em relação ao superávit primário, a análise focou aspectos mais qualitativos do que quantitativos, preocupando-se em discutir quais os motivos que têm levado os últimos governos a dar tanta ênfase a essa variável para conter o avanço da DLSP.

Na seção dedicada aos ajustes patrimoniais, constatou-se o peso do reconhecimento de dívidas antigas, jornalisticamente denominadas de "esqueletos", para a expansão do endividamento público. Ao mesmo tempo, tentou-se estabelecer umnexo causal, a partir de dados quantitativos, entre os diversos choques externos verificados no final da década de 1990 e as oscilações no ajuste cambial, um dos componentes do ajuste patrimonial.

Por último, procurou-se discutir algumas hipóteses para explicar as razões pelas quais a taxa de juros básica da economia (tanto no sentido nominal quanto real) tem-se mantido em patamares tão elevados nos últimos 13 anos, principalmente se comparado com a média dos demais países emergentes.

1. PROBLEMA

1.1 Introdução

O crescimento da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) verificado a partir da implementação do Plano Real, em 1º de julho de 1994, tem sido importante fator para a restrição orçamentária das finanças públicas. Utilizada para respaldar o regime de câmbio fixo e enxugar o passivo líquido circulante da economia, a emissão de dívida foi uma ferramenta de política monetária vital na estratégia de combate à inflação. Mas sua escalada verificada nos últimos 13 anos, de 22,49% do PIB em junho de 1994 para 45,04% em março de 2007, vem comprometendo ano após ano a capacidade de investimento público e nublando os horizontes de crescimento da economia. Embora a relação Dívida/PIB tenha caído consideravelmente nos últimos três anos, em boa parte devido à apreciação cambial verificada no período, isto parece ter pouco ou quase nenhum significado se considerarmos o ciclo vicioso em que a economia brasileira parece ter se embrenhado.

Em primeiro lugar, porque tal apreciação parece ter uma razão óbvia e inequívoca: o Brasil possui hoje a maior taxa de juros real do planeta, o que o credencia como um dos principais destinos do capital financeiro de curto prazo, de caráter mais especulativo. Em segundo lugar, porque o problema parece ser muito mais complexo. Ocorre da seguinte forma: o sistema de metas de inflação, implementado a partir de 1999, obriga o BC a utilizar todas as ferramentas disponíveis para perseguir a meta fixada pelo Comitê de Política Monetária (Copom). Num sistema de câmbio flexível, como o vigente na economia brasileira, o manejo da taxa de juros torna-se o principal instrumento de ação do BC. E o problema reside justamente aí. Por um lado, economias emergentes, como a brasileira, são mais suscetíveis a choques externos, levando o BC a elevar a taxa de juros para evitar ataques especulativos e fuga de capitais. Por outro, alertas inflacionários, ou melhor dizendo, indícios de que a meta não possa ser cumprida também são rapidamente coibidos com elevações da taxa de juros.

O impacto destas elevações reflete-se no aumento do custo do serviço e do estoque da dívida, impelindo o Tesouro Nacional a aumentar o superávit primário para cobrir tais custos. Aumento do superávit primário, por sua vez, reduz a capacidade de investimento do Estado, tanto em infra-estrutura quanto na área social, afetando negativamente ainda mais a

prestação dos serviços públicos e a criação das condições necessárias para superação dos gargalos que impedem o crescimento econômico.

Esta monografia tem como objetivo analisar o comportamento e as características das três principais variáveis que condicionaram a dinâmica da DLSP durante o Plano Real: superávit primário, ajustes patrimoniais e taxa de juros. Além desta seção introdutória, vão ser apresentadas outras seis seções. A seção 2 foi reservada para os aspectos conceituais da DLSP, enquanto a seção 3 foi destinada para a descrição da dinâmica da dívida pública. A partir da seção 4 passa-se a estudar diretamente as variáveis condicionantes, com uma análise mais qualitativa do que quantitativa a respeito do superávit primário. O importante papel desempenhado pelos ajustes patrimoniais na evolução da dívida, com destaque para uma nova atitude do governo federal no que tange ao reconhecimento de dívidas contraídas no passado, será o tema em discussão na seção 5. A seção 6 será reservada para se tentar entender os motivos pelos quais a principal taxa de juros da economia brasileira, a Selic¹, foi mantida em patamares elevados durante todo o Plano Real. A seção 7 traz as conclusões deste trabalho e recomendações para projetos futuros acerca dos temas aqui tratados.

1.2. Objetivos

1.2.1. Geral

Fazer uma análise exploratória dos três fatores que condicionaram de forma mais determinante a DLSP durante o Plano Real: superávit primário, ajustes patrimoniais e taxa de juros

1.2.2. Específicos

a) Defender que a forma como os superávits primários têm sido obtidos geram distorções na economia, como a elevação acentuada da carga tributária em proporção do PIB;

¹ A sigla Selic significa Sistema Especial de Liquidação e Custódia, cuja taxa de juros serve de referencial para toda a economia.

b) Demonstrar a importância da política de explicitação de passivos contingentes para a transparência das finanças públicas brasileiras, destarte seus reflexos na variação da DLSP

c) Levantar algumas hipóteses que permitam esclarecer as razões dos elevados juros reais praticados na economia brasileira

1.3. Metodologia

A metodologia desta monografia vai se basear essencialmente na análise de dados secundários obtidos junto aos sites do Banco Central do Brasil e da Secretaria do Tesouro Nacional. Além disso, por se tratar de um tema bastante debatido pelos formadores de opinião, serão utilizados diversos artigos de revistas e jornais especializados, de forma a dar um enfoque o mais atual possível. As informações coletadas receberão o tratamento conceitual adequado, tendo como suporte o arcabouço conceitual das finanças públicas brasileiras.

2. ASPECTOS CONCEITUAIS

O objetivo deste capítulo é tentar esclarecer e distinguir alguns conceitos referentes à dívida pública.

2.1. Dívida Líquida e Dívida Bruta do Setor Público

A dívida líquida do setor público (DLSP) corresponde ao saldo líquido do endividamento do setor público não-financeiro² e do Banco Central com o sistema financeiro, o setor privado não-financeiro e o resto do mundo³. Em outras palavras, inclui os três níveis de governo, o Banco Central (BC) e as empresas públicas. Algebricamente, pode ser definida da seguinte forma:

$$DLSP = M + B + EI - A + EF - ER, \text{ em que} \quad (2.1)$$

M é a base monetária;

B é o saldo da dívida interna corrigida por juros internos ou por índices domésticos;

E, a taxa de câmbio nominal;

I corresponde à dívida interna indexada à variação da taxa de câmbio;

A são os ativos financeiros do setor público;

F e R representam a dívida externa e as reservas internacionais, respectivamente.

A variação (d) da dívida líquida corresponde à variação da base monetária, dos títulos domésticos e externos (B, I e F), dos ativos internos e externos (A e R) e da taxa de câmbio:

$$dDLSP = dM + dB + E dI - dA + E dF - E dR + (I+F-R) dE,$$

² Entende-se por setor público não-financeiro, conforme definição adotada pelo BC (<http://www.bcb.gov.br/ftp/divliq/dividaliquida.pdf>): as administrações diretas federal, estaduais e municipais, as administrações indiretas, o sistema público de previdência social e as empresas estatais não-financeiras federais, estaduais e municipais, além da Itaipu Binacional. Incluem-se também nesse conceito os fundos públicos que não possuem característica de intermediários financeiros, isto é, aqueles cuja fonte de recursos é constituída de contribuições fiscais ou para-fiscais.

ou

$$dDLSP = dM + dB + E(dI + dF - dR) - dA + (I + F - R) dE \quad (2.2)$$

Um aspecto importante a ser observado diz respeito aos ativos do Governo (A e R). Se excluídos da equação, chega-se ao conceito de Dívida Bruta do Setor Público, ou seja, o passivo total dos três níveis de governo. Isso leva a concluir que pelo conceito de dívida líquida os ativos podem ser usados para abater dívida bruta e, “no caso do Brasil, os ativos do governo⁴ incluídos na dívida pública líquida governamental estão efetivamente disponíveis para pagamento de despesas fiscais” (GOLDFAJN, 2002, p. 12).

Reside justamente nesta liquidez dos ativos públicos a maior visibilidade na mídia do conceito de dívida líquida, refletindo mais apropriadamente o conceito de patrimônio líquido. Apenas lembrando, tal conceito é expresso pela teoria da contabilidade na equação $PL = Bens + Direitos - Obrigações$. Convém ressaltar que o destaque dado ao conceito de DLSP pelo noticiário econômico, em detrimento ao de dívida bruta, deve-se também à adoção de critérios mais rigorosos de mensuração dos agregados monetários implementados pelo Banco Central a partir da década de 1990⁵. “A consolidação da dívida intragovernamental foi estabelecida em bases sólidas e a natureza dos ativos governamentais é bastante transparente” (GOLDFAJN, 2002, p. 12).

2.2 Déficit Público, ou Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP)

Giambiagi (2000) define as NFSP como a diferença entre as despesas totais e as receitas totais dos três níveis de governo e das empresas estatais, desde que tal diferença afete a demanda agregada. A princípio, até por uma questão semântica, poder-se-ia identificar as NFPS como a própria variação do endividamento. Considerando o seguinte exemplo, bastante simplório: se ao final do ano 2000 a DLSP fosse R\$ 500 mil, e no ano de 2001 as NFSP fossem de R\$ 50 mil, nada mais natural acreditar que se chegue a uma variação de endividamento de R\$ 50 mil. Afinal de contas, se as NFSP são o resultado entre

³ Esta definição do conceito de DLSP pode ser encontrada no site do Banco Central do Brasil, em <http://www.bcb.gov.br/ftp/divliq/dividaliquida.pdf>

⁴ Entre os mais líquidos, podemos destacar: disponibilidades do sistema de Previdência Social, impostos coletados por todos os níveis de governo, mas ainda não transferidos aos Tesouros, depósitos de todos os níveis de governo, inclusive os depósitos do Tesouro no BC.

⁵ Exemplo disso é o reconhecimento dos chamados “esqueletos”, passivos públicos ocultos contraídos no passado cuja divulgação e contabilização não faziam parte da política do governo à época (Ourives, 2002)

despesas totais e receitas totais, significa que essa necessidade de R\$ 50 mil é resultado de um aumento no valor do endividamento no mesmo montante.

Mas não é bem assim. O detalhe crucial está expresso na segunda parte do conceito de Giambiagi, ou seja, as NFSP medem apenas a diferença entre despesas e receitas que efetivamente afetem a demanda agregada. Significa dizer que uma receita de privatização, por exemplo, não é considerada uma receita para fins de cálculo do déficit público (ou NFSP). Como explica Giambiagi (2000, p.74-75):

“A razão de expurgar a privatização da apuração do déficit público está ligada ao próprio objetivo do que se pretende avaliar com o cálculo deste, que é o impacto do setor público sobre a demanda agregada. Quando um governo investe em uma empresa, ele exerce um certo impacto sobre a demanda, estimulando a economia. Já quando se privatiza uma empresa, há um ativo financeiro que é transferido da conta de uma aplicação do comprador para a conta do governo, sem outros efeitos econômicos. No segundo, simplesmente um estoque financeiro passa de um agente – privado – para outro – o governo. Por isso, entende-se que os investimentos afetam o déficit público e as privatizações não”.

A partir desta breve explanação, podemos calcular a variação da DLSP pela seguinte fórmula:

$$\Delta DLSP = NFSP - \text{Privatizações} + \text{Outros Ajustes Patrimoniais} \quad (2.3)$$

Significa dizer que, embora as receitas de privatização sirvam para abater a dívida pública, não fazem o mesmo em relação às NFSP, por não afetarem a demanda agregada.

O outro componente apresentado pela fórmula - e cuja influência na dinâmica da DLSP será tratada detalhadamente mais adiante - são os ajustes patrimoniais. Por ora, cabe dizer apenas que agem da mesma forma - embora em sentido oposto - que as privatizações: influenciam na variação da dívida sem afetar a demanda agregada. Em sentido oposto, porque as privatizações reduzem a dívida, enquanto os ajustes patrimoniais, em maioria de regra, a aumentam.

2.3. A Restrição orçamentária do governo e o financiamento das NFSP

A teoria econômica diz que um governo pode financiar seu déficit orçamentário de duas formas: vendendo títulos ou emitindo base monetária⁶. É a chamada equação da restrição orçamentária do governo, que pode ser definida da seguinte forma:

$$\text{NFSP} = \text{venda títulos} + \uparrow \text{base monetária} \quad (2.4)$$

Segundo Dornbusch e Fischer (1991), as duas opções provocam efeitos distintos na economia. O financiamento monetário embute maior risco de inflação. Isso ocorre essencialmente por dois motivos. Primeiro, pelo aumento do estoque monetário, o que não acontece se a opção de cobertura do déficit for pelo endividamento público. Quanto maior o estoque monetário, maior será a demanda agregada num determinado nível de preços qualquer, que por sua vez também tenderá a se elevar caso o aumento da demanda não seja suprido pelo aumento da oferta agregada. O segundo motivo se deve ao efeito-riqueza sobre o consumo. Embora ele também exista no caso do endividamento - na hipótese de que os detentores da dívida aceitem os títulos públicos como parte de sua riqueza⁷ -, fica muito mais evidente no caso do financiamento monetário. Afinal, se os títulos podem ser considerados riqueza, quanto à moeda não resta dúvida alguma. E quanto maior a riqueza, maior o consumo em um dado nível de preços, que tende a se elevar caso a produção não reaja para atender a essa nova demanda.

O financiamento pela dívida, por sua vez, aumenta a taxa de juros e reduz o investimento a curto prazo quando comparado com o financiamento monetário. Vejamos o porquê. Quando o setor público resolve cobrir seu déficit emitindo dívida, precisa convencer o setor privado a adquirir seus títulos. Ora, déficits são provocados por desequilíbrios orçamentários, que podem se tornar crônicos caso não sejam corrigidos - com aumento de impostos ou com corte de gastos públicos. Déficits recorrentes, portanto, costumam gerar desconfiança aos detentores da dívida quanto à capacidade de pagamento do governo, que acaba elevando a taxa de juros dos títulos para convencer o setor privado a assumir o risco de insolvência. A consequência da elevação da taxa de juros na economia é a redução do investimento, já que a demanda agregada futura também tende a se reduzir.

⁶ A lei que instituiu o Plano Real, em 1994, acrescentou uma emenda à Constituição Federal que proíbe o Banco Central de realizar empréstimos para o Tesouro Nacional e a qualquer órgão ou entidade que não seja instituição financeira. Na prática, significa dizer que a Casa da Moeda não pode imprimir dinheiro para cobrir déficits orçamentários do Tesouro. Dessa forma, a outra opção que o governo tem para cobrir seus déficits, além da emissão de dívida, é "criando" moeda a partir do imposto inflacionário, também conhecido como senhoriagem.

3. A DINÂMICA DA DÍVIDA PÚBLICA

O objetivo desta seção é abordar alguns aspectos relacionados à dívida pública, como perfil, sustentabilidade, variáveis condicionantes e restrições ao endividamento pelos governos.

3.1. Tudo depende do perfil

Tamanho não é documento. Economias de países com dívidas substanciais em relação ao PIB, muitas vezes, são menos afetadas em relação àquelas com dívidas menores. Por que isso acontece?

Porque depende do perfil da dívida: custo, prazo de maturidade dos títulos e composição. Giambiagi (2000) explica que países mais avançados no tocante à responsabilidade fiscal, sem histórico de calotes, costumam ter dívidas de porte em relação ao PIB, mas a um custo baixo, com títulos espalhados no longo prazo e, geralmente, de juros pré-fixados. Isso é importante porque caso um desses países seja forçado a aumentar a taxa de juros em razão de alguma dificuldade conjuntural, o impacto na economia será mais ameno.

Em primeiro lugar, a maior dispersão dos vencimentos ao longo do tempo evita a concentração de pagamentos em poucas datas, gerando uma necessidade de rolagem bem mais confortável⁸. Em segundo lugar, pelo fato dos títulos terem juros pré-fixados, sem indexação, a elevação dos juros irá afetar apenas a colocação de novos papéis, sem gerar qualquer estrago nas despesas públicas. País que se encaixa nesse perfil de dívida é a Bélgica, cuja DLSP em relação ao PIB, em 2005, era de 93%.⁹

Em situação oposta estão os países menos desenvolvidos no tocante à questão fiscal. Histórico de calotes, instituições frágeis, rompimento de contratos costumam orientar o perfil de suas dívidas, geralmente indexadas a taxas de juros mais elevadas, com títulos de curta maturidade e composição em que predominam papéis pós-fixados – ou a taxas de juros domésticas, ou a moeda estrangeira. Com 45,7% do PIB (dados de março de 2007)¹⁰,

⁷ Uma discussão mais aprofundada sobre a relação entre os títulos públicos e o efeito-riqueza está em Robert Barro, “Are Government Bonds Net Wealth?”, publicado no *Journal of Political Economy* (dezembro, 1974).

⁸ Por outro lado, é importante ressaltar que a concentração de vencimentos de títulos tem uma vantagem: em razão da maior liquidez, os títulos podem ser rolados a custo mais baixo.

⁹ Fonte: OCDE (http://stats.oecd.org/wbos/default.aspx?datasetcode=GOV_DEBT)

¹⁰ Fonte: BCB

o Brasil pode ser encaixado nessa categoria. Embora tenha havido mudanças na conjuntura fiscal, com a edição da Lei de Responsabilidade Fiscal, e até uma mudança sistemática na composição da dívida a partir de janeiro de 2003¹¹, o Brasil ainda não foi testado de fato pelo mercado, considerando que a última grande crise de proporções internacionais ocorreu em 2002, com o *default* da Argentina.

3.2. Restrições ao endividamento

Para Giambiagi (2000), existem três restrições que limitam os governos de se endividarem ao seu bel-prazer. A primeira delas é o mercado, por uma questão bastante lógica: para que haja uma dívida, é necessária a existência de um credor. A forma como o devedor – no caso, o governo – se relaciona com o mercado é um fator decisivo na definição de todas as variáveis que orbitam um contrato de empréstimo. Assim, aqueles que costumam cumprir em dia seus compromissos financeiros possuem maiores facilidades a novas fontes de financiamento. Devedores inadimplentes, por outro lado, acabam por ter esse acesso restringido, seja pelas elevadas taxas que recaem sobre os financiamentos – como forma de compensação de risco adotada pelo credor –, seja pela própria dificuldade de se encontrar quem esteja disposto a financiar um devedor reconhecidamente inadimplente. Quando fez a renegociação forçada de sua dívida, em 2003, a Argentina experimentou taxas de risco país¹² em torno de 6.000 pontos-base. Ou seja, para emprestar dinheiro àquele país, os investidores estavam cobrando 60% a mais de juros do que se cobrava, então, pelos títulos do tesouro norte-americano, considerados de risco próximo a zero.¹³

A segunda restrição é o risco de inflação. Isso pode acontecer quando o déficit é muito elevado e o governo tem dificuldades para financiá-lo apenas com colocação de no-

¹¹ Em janeiro de 2003, os títulos indexados à taxa de Selic compunham 62,42% da dívida mobiliária, enquanto os pré-fixados compareciam com apenas 1,91%. Em março de 2007, o volume de prefixados ultrapassou os pós-fixados à Selic: 37,46% contra 36,53%. Essa mudança de perfil se configura, de fato, numa mudança histórica, que com certeza poderia ser objeto de outra monografia. Mas, como dito acima, seria necessário uma nova crise mundial dos mercados para avaliar a consistência e solidez dessa nova configuração de dívida.

¹² A acepção consagrada para o termo risco país é a de Nagy (1984): “exposição a perdas em uma operação internacional de crédito, provocadas em determinado país por eventos que estejam – pelo menos em algum grau – sob controle de seu governo e definitivamente fora do alcance do agente privado envolvido”. Em outras palavras, é um índice elaborado pelas agências de classificação de risco que mede a capacidade de um país – governos e empresas – em honrar seus compromissos em moeda estrangeira.

¹³ Pela teoria da paridade das taxas de juros (Froot e Frankel, 1987), a formação da taxa de juros doméstica de um país é influenciada diretamente pela taxa de juros paga por seus títulos colocados no mercado externo. Assim, a taxa de juros doméstica de um país seria calculada pelo somatório de sua taxa de juros externa, inflação esperada e expectativa de desvalorização cambial.

vos títulos – seja pela carga de juros cobrada pelos credores, que recairia futuramente sobre a sociedade (na forma de aumento de impostos ou corte de gastos públicos), seja pela dificuldade de se encontrar demanda suficiente para a nova emissão. A única opção que resta ao governo, neste caso, é a emissão monetária. Só que ela acaba gerando uma expansão dos meios de pagamento muito superior ao aumento da quantidade de bens e serviços da economia, refletindo-se, no médio ou no longo prazo, na elevação do nível de preços.

A terceira restrição que impede os governos de se financiarem é o conjunto de instituições em que se insere a implementação da política fiscal. Em tese, sociedades com economias mais desenvolvidas, maior nível de bem-estar social, instituições maduras e dirigentes responsáveis costumam criar mecanismos capazes de conter trajetória explosiva de déficits crescentes e elevados¹⁴. O contrário também é verdadeiro: governos de sociedades com um menor estágio de desenvolvimento, elevadas carências sociais, instituições mais frágeis e pouca conscientização por parte de suas lideranças políticas quanto às consequências de políticas fiscais paternalistas tendem a buscar no endividamento público descompromissado a solução para todos os seus problemas.

“No primeiro tipo de sociedade, a predisposição dos agentes econômicos a emprestar em bases voluntárias aos governos tende a ser maior – pela confiabilidade dos mesmos – que na segunda, o que explica por que, em média, países desenvolvidos têm dívidas públicas maiores que os demais países.” (GIAMBIAGI, 2000, p. 210)

3.3. As variáveis condicionantes da dinâmica da dívida pública

Vimos anteriormente como o Banco Central define a equação da variação da DLSP (equação 2.2):

$$dDLSP = dM + dB + E(dI + dF - dR) - dA + (I + F - R) dE$$

Conforme explicado no capítulo 2, a variação d da DLSP é o resultado da soma algébrica de outras variações d : base monetária (M), dívida interna corrigida por juros domésticos (B), dívida interna corrigida pela taxa de câmbio (I), dívida externa (F), reservas

¹⁴ Sem querer entrar no mérito da Lei de Responsabilidade Fiscal, ela pode servir como exemplo do amadurecimento das instituições no Brasil. Entre outras coisas, impõe regras ao endividamento público e responsabiliza criminalmente governantes e dirigentes que, porventura, fizerem mau uso do dinheiro público.

internacionais (R), ativos do governo (A) e taxa de câmbio nominal (E). Para o escopo desta monografia, no entanto, a equação 2.2 é pouco útil. O que se quer investigar é o comportamento das variáveis que efetivamente influenciam a dinâmica da DLSP em proporção do PIB. Assim, vamos utilizar a seguinte equação (Giambiagi, 2000)¹⁵:

$$d_t = \frac{d_{t-1} \cdot (1+i)}{(1+q) \cdot (1+\pi)} - h - s + ap \quad (3.1), \text{ em que:}$$

d_t = DLSP/PIB

i = taxa de juros nominal média ponderada incidente sobre a dívida

q = taxa de crescimento real do PIB

π = taxa de inflação

d_{t-1} = relação DLSP/PIB do período anterior

h = senhoriagem/PIB¹⁶

s = superávit primário/PIB

ap = ajustes patrimoniais/PIB

O que diz esta fórmula? Ela indica que, aritmeticamente, a relação dívida/PIB é uma função direta de duas variáveis (taxa real de juros e ajustes patrimoniais) e inversa de outras três (senhoriagem real, superávit primário do governo e taxa de crescimento real do PIB). Significa que a relação dívida/PIB aumenta (diminui) sempre que o BCB eleva (reduz) a taxa nominal de juros acima (abaixo) da inflação, ou quando o governo faz o reconhecimento orçamentário de alguma dívida existente contraída no passado, porém nunca contabilizada por administrações anteriores. Por outro lado, quando o governo tem superávit (déficit) primário (saldo entre receitas e despesas, sem contar o pagamento de juros da dívida pública), ou quando o PIB cresce acima (abaixo) da inflação, ou ainda quando o governo opta pelo financiamento monetário da dívida, observa-se uma redução (aumento) da relação dívida/PIB.

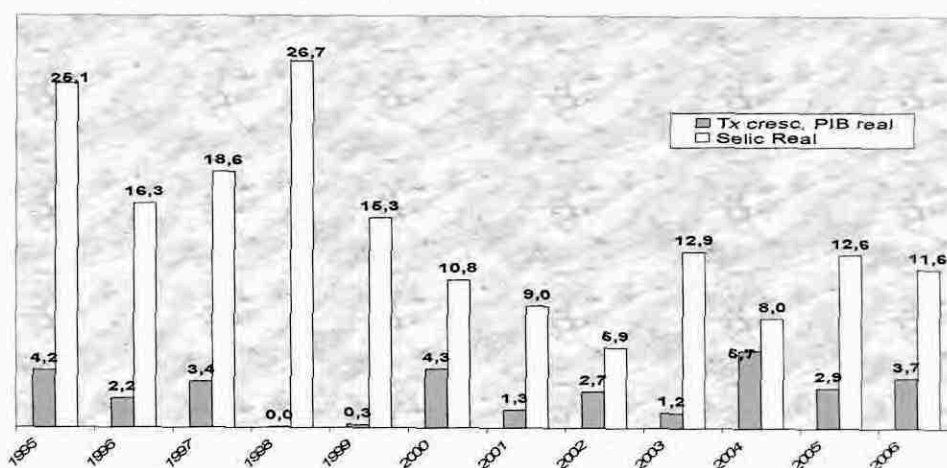
¹⁵ O acréscimo da variável ajustes patrimoniais foi feito pelo autor. Isso se deve pelo importante papel desempenhado por ela na evolução da DLSP durante o Plano Real, conforme será visto na seção 5.

¹⁶ Dornbusch (1991, p. 763) define senhoriagem como a "habilidade do governo para aumentar sua receita através do seu direito de criar moeda". Em termos técnicos, nada mais é do que a variação do fluxo nominal de base monetária. Em economias de inflação elevada, costuma-se utilizar o conceito de senhoriagem real, ou seja, o fluxo nominal da base monetária descontada a inflação.

3.4. A sustentabilidade da dívida pública

Considerando a equação 3.1, Dornbusch (1991) define que a dívida pública tende a uma trajetória explosiva quando a taxa real de juros cresce acima da taxa de crescimento real do PIB, mantidas as demais variáveis constantes (superávit primário, senhoriagem e ajustes patrimoniais). Analisando-se a economia brasileira a partir de 1995, primeiro ano completo de vigência do Plano Real, chegamos ao seguinte gráfico:

Gráfico 3.1 - Comparativo entre a taxa de crescimento real do PIB e a taxa de juros real entre 1995 e 2006 (em %)



Elaboração: autor

Fonte: Séries temporais do Banco Central do Brasil, com ajuste feito pelo autor¹⁷

O gráfico indica uma clara superação da série temporal da taxa real de juros em relação ao crescimento econômico. Nesse caso, poderíamos classificar a trajetória da dívida pública brasileira como explosiva, correto? Correto, não fosse por um detalhe que tem despertado acaloradas discussões no meio acadêmico desde 1999, quando começou a apresentar resultados vigorosos: o superávit primário.

¹⁷ Taxa de juros real do ano calculada a partir da multiplicação das taxas de juros reais mensais. A taxa de juros real mensal é calculada da seguinte forma: $\text{Selic real}_{\text{mês}} = \text{Selic nominal}_{\text{mês}} / \text{ipca}_{\text{mês}}$.

4. SUPERÁVIT PRIMÁRIO: A APOSTA DO GOVERNO

Desde a adoção do regime de câmbio flexível, a partir de janeiro de 1999, o superávit primário observado anualmente nas contas públicas tornou-se o principal mecanismo de ajuste da DLSP, tanto do governo Fernando Henrique Cardoso quanto do governo Lula. É, sem sombra de dúvida, a variável determinante utilizada pelas autoridades monetárias para obter a estabilização da relação Dívida/PIB. Isso se deve pelo fato de o superávit primário ser a única variável condicionante da sustentabilidade da DLSP (equação 3.1) que o governo pode efetivamente controlar, ou seja, estabelecer uma meta e cumpri-la¹⁸. Exatamente o contrário acontece com a taxa real de juros, que oscila ao sabor da meta de inflação definida pelo Copom. Em relação aos esqueletos, eles são dados, ou seja, o governo não pode estabelecer uma meta para esta variável, porque passivos não reconhecidos por administrações anteriores precisam obrigatoriamente ser contabilizados no orçamento público.

Outro ponto a ser observado para entender a importância dada pelo governo à obtenção de superávits primários, segundo Benício (2002), diz respeito ao efeito credibilidade de que o ajuste fiscal pode provocar sobre o consumo e investimento privado. A análise parte do seguinte princípio: dado um determinado nível de relação dívida/PIB que o governo deseje manter, quanto maior o superávit primário atingido, menor a taxa de juros necessária para essa manutenção (equação 4.1). A queda da taxa de juros viabiliza a realização de novos investimentos privados e a compra de bens duráveis, além de aumentar o valor de mercado de parte da riqueza privada via elevação do preço dos títulos públicos pré-fixados (em março, eles correspondiam a 37% do total da dívida mobiliária federal interna). A partir destas constatações, fica evidente o porquê de o governo utilizar como único instrumento de contenção da relação DLSP/PIB o superávit primário (política fiscal), deixando o manejo da taxa de juros para o alcance da meta inflacionária (política monetária).

Vai se tentar mostrar nesta seção que não há nada de errado em gerar superávits primários robustos. O problema, de fato, consiste na forma como eles são obtidos, reproduzindo e camuflando desajustes crônicos cujo equacionamento permanece incubado e sem horizonte de aplicação.

¹⁸ É certo que o superávit primário, mesmo sendo uma variável controlável pelo governo, tem suas limitações. Analisando a história recente da dívida pública mobiliária federal e suas perspectivas explosivas, Meurer e Samohyl (2001) ressaltam a dificuldade de se obter grandes aumentos no superávit primário. Por um lado, elevações de arrecadação parecem ter chegado ao limite, em razão dos sucessivos aumentos da relação carga tributária/PIB (de 1992 a 2006, esse índice subiu de 24,96% para 35,21%); por outro lado, a redução de

4.1 Eventos que não se repetem?

Os defensores da obtenção de superávits primários, como estratégia primordial para a estabilização da relação dívida/PIB, não são poucos, e suas opiniões possuem um peso considerável dentro do pensamento econômico atual. Analisando a sustentabilidade da dívida pública no contexto de um novo arcabouço de regras fiscais, Goldfajn e Guardia (2003) traçam um cenário básico (tabela 4.1) para o comportamento das variáveis componentes da dinâmica da dívida pública, concluindo que sua trajetória é declinante pela impossibilidade de repetição de alguns fatores considerados responsáveis pelo aumento da relação dívida/PIB a partir da implementação do Plano Real. Os fatores impossíveis de se repetirem, na opinião dos autores, são: estrutura institucional insuficiente para controlar as finanças públicas; reconhecimento de obrigações anteriores ocultas (os chamados 'esqueletos') de cerca de 10% do PIB; resultados primários do setor público fracos até 1998; significativa depreciação do Real desde 1999; altas taxas de juros reais.

"Todos os fatores enumerados acima devem ser excluídos em uma análise da sustentabilidade fiscal no Brasil em tempos futuros. A postura fiscal melhorou consideravelmente desde a introdução, em 1998, de um sistema de política fiscal baseado em regras, e há razões para esperar que essa política continue a ser seguida; a taxa de câmbio real ajustou-se dentro do novo regime cambial flutuante; e a maior parte das obrigações ocultas já foram identificadas e fatoradas em nossa análise (GOLDFAJN E GUARDIA, 2003, p.23)".

Tabela 4.1 – Cenário básico do comportamento das variáveis da relação DLSP/PIB

<i>Discriminação</i>	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Inflação - deflator do PIB (média)	8,47	18,03	7,35	4,75	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
Inflação - deflator do PIB (dez/dez)	10,98	9,21	5,50	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
Crescimento Real do PIB	1,52	2,20	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
Taxa de juros ¹	17,54	23,09	14,99	13,36	13,36	13,36	13,36	13,36	13,36	13,36
Taxa de juros real	6,00	12,71	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00
Depreciação nominal da moeda	52,29	-3,75	3,94	2,46	2,46	2,46	2,46	2,46	2,46	2,46
Superávit primário (% do PIB)	3,96	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25
"Esqueletos" ² (% do PIB)	0,81	0,63	0,65	0,64	0,63	0,63	0	0	0	0
Dívida líquida (% do PIB)	56,53	56,74	55,30	53,78	52,17	50,48	48,10	45,60	42,97	40,22

¹Taxa de juros implícita da dívida interna líquida

²Líquido de receitas de privatização

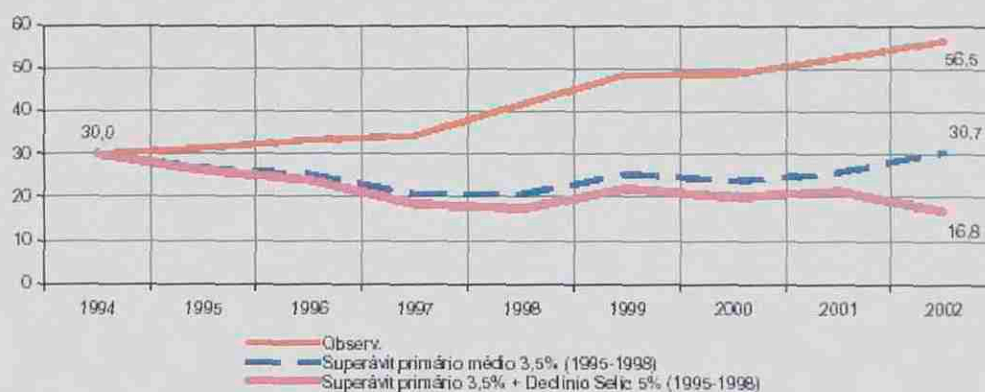
Fonte: Goldfajn e Guardia (2003)

gastos parece politicamente cada vez mais difícil, diante das inúmeras demandas sociais enfrentadas pelo País, além de provocar efeito contracionista na economia.

Em relação ao primeiro ponto, ‘estrutura institucional insuficiente para controlar as finanças públicas’, os autores levantam quatro situações que, segundo eles, modificaram este panorama nos últimos anos, sinalizando aos agentes que os robustos superávits primários obtidos são sustentáveis: facilidade de geração de receitas tributárias; disseminação da disciplina fiscal em todos os níveis de governo; consolidação de um regime fiscal saudável e permanente pela aplicação da Lei de Responsabilidade Fiscal; e, por fim, impedimentos constitucionais quanto a qualquer lei que modifique os contratos de financiamento em vigor ou que possa ser interpretada como uma reestruturação forçada.

Em outra simulação convincente (gráfico 4.1), os autores comparam a evolução da relação dívida líquida observada com outras duas trajetórias projetadas, considerando duas circunstâncias: obtenção de superávit primário médio de 3,5% entre 1995 e 1998; obtenção do mesmo resultado primário, acrescentando-se um declínio da taxa Selic de 5% ao ano entre 1995 e 1998. Eis os resultados:

Gráfico 4.1 – Evolução efetiva da dívida pública e trajetórias projetadas



Elaboração: Goldfajn e Guardia (2003)

Concluem os autores, finalmente, que a “necessidade chave” para garantir a sustentabilidade da dívida é a manutenção do superávit primário atual, calculado a partir da seguinte equação, considerada por Giambiagi (2000) como a condição de equilíbrio da relação da dívida pública/PIB:

$$sp = (r - q) \times \frac{d}{1 + q} \quad (4.1) \text{ em que,}$$

sp = superávit primário, em proporção do PIB, requerido para estabilizar a relação dívida/PIB;

$r \approx$ tx real de juros;

q = tx real de crescimento do PIB;

d = relação DLSP/PIB

Assim, num exemplo raso, considerando que a taxa real de juros em junho de 2007 seja de 8,3%¹⁹ e a projeção do PIB para 2007 seja de 4,11%²⁰, o superávit necessário para estabilizar d em 45,04% (dado de março de 2007, último disponibilizado pelo BC) seria de 1,82% do PIB. É menos do que a metade dos 3,8% do PIB fixados atualmente pela Lei de Diretrizes Orçamentárias, levando à conclusão de que os últimos governos têm atribuído ao superávit primário a maior parte da responsabilidade em tentar estancar o crescimento da relação dívida/PIB, quando poderiam redistribuir tal carga mirando também a taxa real de juros.

Dado o abrangente grau de influência de Guardia e Goldfajn, entende-se necessário fazer algumas ponderações a fim de relativizar o otimismo de sua análise no que tange a três condicionantes: taxa de câmbio real, taxa de juros real e estrutura institucional para controlar as finanças públicas.

Em primeiro lugar, não há garantia alguma de que eventos passados que contribuíram para o aumento da relação dívida/PIB não venham a se repetir. A começar pela desvalorização do câmbio real. Desde outubro de 2002, quando atingiu sua cotação mais alta nos últimos 19 anos, esta variável já se apreciou 55%²¹ e em relação à média histórica do Plano Real encontra-se apreciada em 13,4%. Por mais que seja difícil prever qual o limite para esse movimento de apreciação, não há como deixar de relacioná-lo com a elevada taxa real de juros praticada na economia brasileira. Em junho de 2007, ela era a maior do mundo²², influenciando diretamente na orientação dos fluxos de capitais externos para o mercado de câmbio brasileiro.²³ Ou seja, caso nossa taxa real de juros venha a se equiparar

¹⁹ Fonte: Up Trend Consultoria Econômica (<http://www.uptrend.com.br>)

²⁰ Expectativas de mercado colhidas pelo relatório Focus, do Banco Central, em 04/05/2007.

²¹ Fonte: série histórica da taxa efetiva de câmbio real (base: junho/94=100) calculada pelo Departamento de Política Econômica do Banco Central, adotando-se o IPCA como deflator.

²² Conforme dados levantados pela Up Trend Consultoria Econômica, em junho de 2007 a Selic real era estimada em 8,3%, sendo seguida pela taxa real de juros da Turquia, avaliada em 7,6%. Apenas lembrando: Selic Real = $[(1 + \text{selic nominal}) / (1 + \text{projeção do IPCA para os 12 meses seguintes}) - 1] \times 100$.

²³ É verdade que se pode discutir o maior ou menor grau de influência da taxa real de juros como fator de atração de capitais externos em nossa economia (Schwartzmann, "Fora do Lugar", <http://maovisivel.blogspot.com/2007/03/fora-do-lugar.html>, ou Márcio Garcia, "Juros e Cambio em Que-

ao nível dos demais países emergentes e abandonar esse recorde pouco honroso, existe um espaço de fato para uma nova desvalorização da taxa real de câmbio.

A taxa real de juros elevada é outro evento que talvez ainda vá se repetir por muito tempo. Além de ser extremamente sensível a choques externos, como será analisado na seção 5, observa-se que na projeção feita por Goldfajn e Guardia ela ficou situada em 9% a.a. entre 2004 e 2011, sendo considerada uma estimativa “conservadora” pelos próprios autores. O fato, porém, é que tal projeção concretizou-se apenas em 2004, quando caiu a 8%. Em 2005 e 2006 ela foi de 12,6% e 11,6%, respectivamente, conforme demonstrado no gráfico 3.1. Mesmo que o BC consiga mantê-la em 9% nos próximos anos, ainda assim, ela seria a maior do mundo, o que limitaria o crescimento do PIB a 3,5%, conforme a própria simulação dos autores.

A estrutura institucional insuficiente para controlar as finanças públicas é um outro condicionante elencado pelos autores que teria contribuído para a elevação da relação DLSP/PIB no passado recente. Também seria ela de difícil repetição, segundo eles, porque, entre outras coisas, “não há dificuldade em se gerar receitas no Brasil; pelo contrário, a receita tributária geral do governo no Brasil é cerca de 35% do PIB” (Goldfajn e Guardia, 2003, p. 10).

Atualmente em 35,21% do PIB, a carga tributária é um dos principais pontos de conflito entre setor público e privado. Se não existem dificuldades em gerar receitas, o mesmo não se pode dizer das reclamações do setor real da economia, que existem de sobra: há 11 anos, a carga tributária representava apenas 25,19% do PIB²⁴. Percebe-se, aí, um evidente antagonismo de posicionamentos entre o setor privado e o governo quanto à geração de receitas. Aquilo que costuma ser execrado pela classe empresarial - aumentos indiscriminados de carga tributária -, acaba sendo utilizado pelos autores como um fenômeno positivo e irreversível. O que nos leva à seguinte constatação: o ajuste fiscal, no Brasil, tem sido feito basicamente em cima de aumentos de arrecadação.

4.2. A qualidade do ajuste fiscal

Analisando a natureza do ajuste fiscal brasileiro, Furugem (2004) questiona a ênfase dada ao superávit primário, tanto por alguns economistas como pela mídia, como vari-

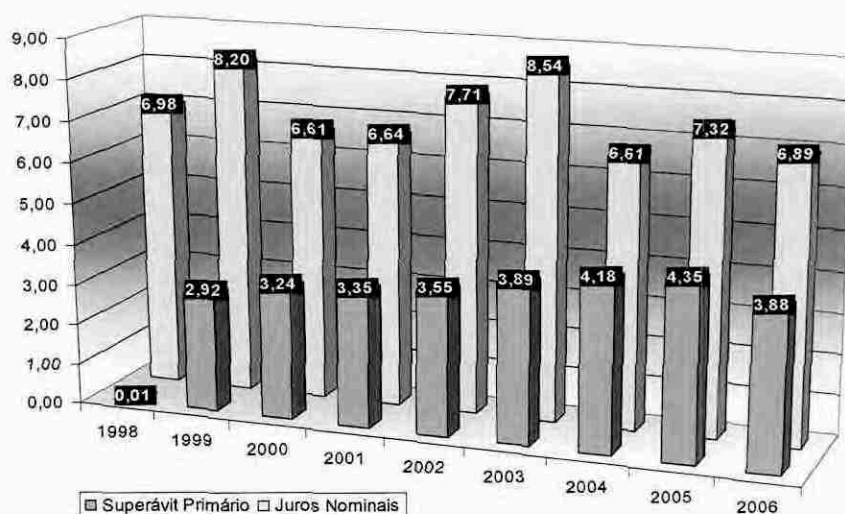
da”, Valor Econômico, 12/04/2007). A única coisa que não se pode discutir é sua influência, como demonstram os dois autores.

²⁴ Fonte: Instituto Brasileiro de Planejamento Tributário

ável confiável para se avaliar o desempenho das contas públicas. “O ajuste fiscal, por enquanto, é uma ilusão construída em cima da divulgação massiva dos elevados superávits primários nas contas públicas, mas que, em geral, não têm sido suficientes para pagar a conta dos juros” (Furugem, 2004, p. 16).

Corroborando a afirmação do autor, o gráfico abaixo mostra a comparação entre a evolução dos superávits primários desde o primeiro ano de sua implementação, em 1999, e o pagamento dos juros da dívida mobiliária federal.

Gráfico 4.2 – Comparativo entre superávit primário obtido e pagamento de juros nominais da Dívida Mobiliária Federal entre 1998 a 2006 (preços correntes, em % do PIB)



Elaboração: autor

Fonte: BCB – Séries Temporais

Mesmo que não seja função do superávit primário promover a quitação total dos juros da dívida pública, não deixa de chamar a atenção a discrepância de valores.

Há que se levar em consideração também o esforço social necessário para se alcançar esses números, e nem a frieza e objetividade da econometria deixam de lado essa questão. Analisando a sustentabilidade da dívida pública brasileira na presença de déficit quasi-fiscal, Ourives (2002) utiliza um instrumental econométrico para incorporar os passivos ocultos (esqueletos) na restrição orçamentária intertemporal do governo. Em suas conclusões, porém, ao destacar o importante papel representado pelo superávit primário e

pela explicitação desses passivos na redução dos riscos e das incertezas futuras da DLSP, ressalta:

“Não se pode deixar de pontuar o ajuste da economia como um todo no que concerne ao esforço social para a geração de superávits primários. Como consequência, postergam-se ações em áreas relevantes para o crescimento da economia e para o bem-estar da sociedade, criando nichos de pobreza e má distribuição de riqueza” (Ourives, 2002, p. 64)

Nesse sentido, Oreiro, Sicsú e Paula (2002) levantam a questão da “sustentabilidade social” do superávit primário, ou seja, se a sociedade brasileira estaria ou não disposta a transferir para o setor público uma parcela da renda que fosse compatível com a meta para aquela variável. Segundo os autores, a manutenção dessa poupança em um patamar superior a 4% do PIB seria inviável, tanto pelo lado da arrecadação quanto da despesa. Pelo lado da arrecadação, a carga tributária em torno de 35% seria incompatível com o nível de renda *per capita* da população, indicando que novos aumentos poderiam estar chegando a um processo limite.

“É verdade que a quase totalidade dos países da Europa Ocidental possuem carga tributária superior a 40% do PIB, mas tratam-se de países com um nível de renda *per capita* superior a US\$ 8 mil por ano. No Brasil, o nível de renda *per capita* é inferior a US\$ 3 mil. Países com esse nível de renda *per capita* têm, em geral, uma carga tributária inferior a 30% do PIB” (Oreiro, Sicsú e Paula, 2002, p. 140).

A solução estaria, portanto, na redução de gastos públicos, algo também com pouca margem de possibilidade para acontecer, de acordo com os autores. Por vários motivos: carência de investimento na infra-estrutura básica da economia, nas universidades públicas, em pesquisa e desenvolvimento, além da elevada dívida social.

“Sendo assim, não só acredita-se ser inaceitável socialmente uma redução do gasto público, como também avalia-se ser conveniente e necessário que o governo federal aumente, pelo menos, seus gastos em programas sociais abrangentes e em investimentos de infra-estrutura básica” (Oreiro, Sicsú e Paula, 2002, p. 140-141).

A qualidade do ajuste fiscal é outro questionamento feito por analistas. Para Furuquem (2005), a mera divulgação dos robustos números do superávit primário mais confun-

de do que mostra a verdadeira situação das contas públicas. O autor sustenta que para se realizar um ajuste fiscal de qualidade seria necessário adotar quatro medidas. A primeira seria simplificar o sistema tributário, tornando-o mais condizente com os objetivos do desenvolvimento econômico e social. A segunda seria estabelecer uma meta de crescimento para a arrecadação de impostos, com o objetivo de conter avanços significativos da relação carga tributária/PIB. Ela ficaria limitada, por exemplo, à metade do crescimento do PIB: se o produto crescesse 4%, o aumento da receita tributária não poderia ultrapassar 2%, pela sugestão do autor. A terceira seria promover uma redistribuição dos gastos públicos, visando cortar desperdícios e redirecionar as despesas para áreas efetivamente prioritárias. A quarta e última medida proposta por Furugem para melhorar a qualidade do ajuste fiscal seria, nas próprias palavras do autor:

“Questionar o nível das taxas de juros praticadas há mais de dez anos, admitindo-se que se trata de uma situação insustentável, que foi longe demais e que não pode continuar a ser orientada por piloto-automático acoplado ao sistema de metas de inflação” (Furugem, 2005, p. 11)

Antes de abordarmos essa questão, passemos a análise de outra importante variável da dinâmica da dívida pública: os ajustes patrimoniais.

5. AJUSTES PATRIMONIAIS: O PESO DOS “ESQUELETOS”

O objetivo desta seção é demonstrar a importância dos ajustes patrimoniais para o crescimento da DLSP nos últimos 13 anos. Simplesmente, porque não há como falar do aumento verificado na DLSP durante o Plano Real sem levar em conta esta variável. Antes de passarmos aos números, vamos definir as rubricas que compõem o ajuste patrimonial resgatando, para isso, a equação 3.1:

$$d_t = \frac{d_{t-1} \cdot (1+i)}{(1+q) \cdot (1+\pi)} - h - s + ap$$

O ajuste patrimonial está referenciado no último termo e pode ser subdividido nas seguintes rubricas: privatizações, reconhecimento de dívidas (esqueletos), ajuste cambial e outros ajustes da dívida externa. Nenhuma dessas variáveis é contabilizada para efeito de apuração das NFSP, conforme já explicado no item 2.2.

Aqui cabe uma ressalva. O Manual de Finanças Públicas do Banco Central considera como ajuste patrimonial apenas as privatizações e os “esqueletos”, classificando os demais ajustes (cambial e de dívida externa) como metodológicos. Nesse trabalho, optou-se por considerar a abordagem de Giambiagi (2000) e considerar o ajuste metodológico também como ajuste patrimonial, pois, quando ocorre uma desvalorização cambial, por exemplo, acontece simultaneamente uma variação patrimonial decorrente de mudança no valor de um estoque financeiro herdado do passado.

5.1. Componentes do ajuste patrimonial

As privatizações agem no sentido de abater a DLSP, e os esqueletos no de aumentá-la. Como define Ourives (2002), “esqueleto” é o termo utilizado para designar “passivos públicos ocultos, contraídos no passado, cuja exposição não fazia parte da política do governo à época”. Essas obrigações são, em boa parte, resultado de programas que tinham como objetivo estimular atividades econômicas, ou de dívidas contraídas por empresas extintas ou dissolvidas por determinação do governo. A maior parte dos passivos contingentes sob responsabilidade do Tesouro Nacional tem origem em subsídios concedidos a

setores da economia, como o de habitação, além de dívidas tomadas por entidades extintas, liquidadas ou privatizadas.

Pego Filho e Pinheiro (2003), analisando os passivos contingentes e a dívida pública no Brasil, fazem um relato dos principais esqueletos colocados para fora do armário das contas públicas a partir de 1996 (tabela 6.1). Constatam, no estudo, forte concentração desses passivos em decorrência de programas governamentais associados ao saneamento de bancos públicos estaduais (PROES), à renegociação das dívidas dos estados com a União (securitização de dívidas²⁵), ao equacionamento dos débitos do FCVS²⁶ e à capitalização de alguns bancos públicos federais (Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal). De acordo com os autores, esses itens contribuíram, em conjunto, com cerca de 66,2% do total de passivos contingentes líquidos reconhecidos no período.

Caso clássico de explicitação de esqueletos foi a capitalização do Banco do Brasil, em 1996.

"A capitalização do Banco do Brasil – R\$ 8 bilhões em valores históricos que, acumulados mês a mês e atualizados, resultam em cerca de R\$ 42,0 bilhões – resultou de um saneamento patrimonial do Banco pelo Governo Federal no contexto de uma ampla reforma do sistema financeiro nacional (público e privado)." (Pego Filho e Pinheiro, 2003, p.53)

²⁵ Processo de liquidação que envolve a repactuação e a novação das condições previstas nos contratos originais (Ourives, 2002, p. 30-31).

²⁶ O Fundo de Compensação das Variações Salariais (FCSV) foi criado pelo extinto Banco Nacional de Habitação (BNH) e tinha por finalidade garantir que, ao final do prazo do contrato celebrado entre o mutuário e o agente financeiro, este teria seu crédito quitado e, portanto, a sua margem de lucro assegurada. No início da década de 1990, ficou patente que os recursos do FCVS não seriam suficientes para o cumprimento dessas obrigações, acarretando em um processo de novação das dívidas do Fundo com as instituições financiadoras. Para mais informações sobre o assunto, ver Ourives, 2002, p. 35-36.

Tabela 5.1 – Ajuste patrimonial líquido (passivos menos ativos contingentes reconhecidos) – Fluxos acumulados de janeiro de 1996 a junho de 2003 (em milhões de R\$ de junho de 2003)

Tipo de Ocorrência	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003**	TOTAL
1. PROES ¹	0	0	15.120	10.899	1.481	119	1.367	0	28.985
2. Securitização de dívidas diversas ²	10.927	1.062	3.716	4.662	4.030	296	0	0	24.694
3. FCVS (securitização + emissão de dívidas)	0	0	5.850	156	315	14.285	1.116	75	21.797
4. Capitalização do Banco do Brasil	13.172	0	0	0	0	0	0	0	13.172
5. Capitalização da Caixa Econômica Federal	0	0	0	0	0	9.407	0	0	9.407
6. Transferência para fundo de pensão (Petros)	0	0	0	0	0	0	7.450	0	7.450
7. Liquidação dos bancos Comind e Auxiliar	6.112	0	0	0	0	0	0	0	6.112
8. Reclassificação de dívida bancária	0	0	0	2.708	4.731	-1.783	-800	456	5.311
9. Emissão de Dívidas Vencidas e Renegociadas (DVR)	0	0	4.959	0	0	22	0	0	4.981
10. Assunção de dívidas do antigo (APAS)	0	0	0	0	0	4.873	0	0	4.873
11. Provisionamentos de créditos a receber	0	0	0	0	3.061	-870	2.489	0	4.679
12. Emissão de NTN-P ³	0	6.095	0	0	0	0	-2.012	0	4.083
13. Capitalização do Banco do Nordeste do Brasil	0	0	0	0	0	2.686	0	0	2.686
14. Reclassificação de ativos e obrigações da Telebras	0	0	2.352	0	0	0	0	0	2.352
15. Renegociação dívida PGFN/CAF - PREVIHAB	0	0	0	0	0	1.427	0	0	1.427
16. Inclusão de debêntures	0	-655	0	2.064	0	0	0	0	1.409
17. Capitalização Banco da Amazônia S.A.	0	0	0	0	0	1.136	0	0	1.136
18. Liquidação da Siderbras	0	682	0	0	0	0	0	0	682
19. Emissão de NTN-C	0	0	0	0	0	0	614	65	678
20. Clearing entre o TN, o BNDES e o Fundo de Marinha Mercante	675	0	0	0	0	0	0	0	675
21. Clearing entre o BB, a CEF e o INSS	527	0	0	0	0	0	0	0	527
22. Exclusão do Funcheque	0	0	0	0	0	0	0	453	453
23. Estorno das aplicações do Fundo de Marinha Mercante	0	392	0	0	0	0	0	0	392
24. Renegociação de dívida dos estados (Lei nº 9.496)	0	0	0	137	0	0	0	0	137
25. Ajuste referente aos Conselhos de Fiscalização de Profissões Liberais	0	11	0	0	0	0	0	0	11
TOTAL	31.414	7.587	31.997	20.626	13.617	31.598	10.223	1.049	148.110
Fonte: Banco Central do Brasil (dados primários).									
Notas: * Valores atualizados pelo IGP-DI.									
** Valores apurados até junho de 2003.									

Elaboração: Pego Filho e Pinheiro (2003, p.49)

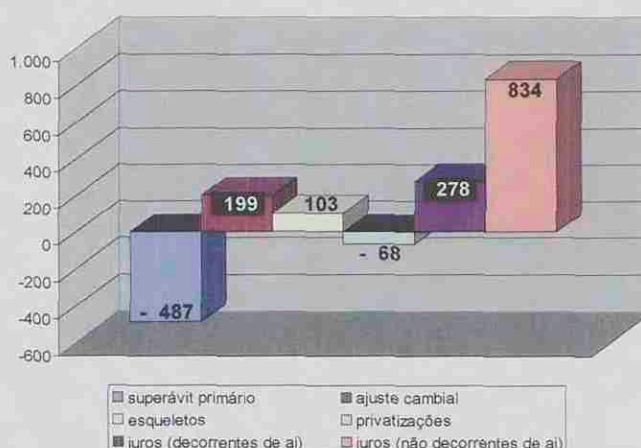
O terceiro componente do ajuste patrimonial é o ajuste cambial. O Banco Central o calcula a partir do saldo de duas sub-rubricas: o ajuste metodológico da dívida mobiliária interna e o ajuste metodológico da dívida externa. O primeiro diz respeito à diferença entre a variação dos estoques em reais da dívida mobiliária interna indexada ao câmbio e os fluxos em dólar dessa mesma dívida, convertidos em reais pela taxa de câmbio média (compra) do período. O segundo ajuste metodológico refere-se à diferença entre a variação dos estoques em reais da dívida externa líquida, obtidos pela taxa de câmbio de final de período (compra), e os fluxos em dólar da dívida externa.

O quarto e último componente do ajustes patrimonial – outros ajustes da dívida externa – diz respeito ao ajuste de paridade da cesta de moedas que integram as reservas internacionais e a dívida externa, além da diferença entre os critérios de caixa e competência da área externa.

5.2 Análise quantitativa

A explicitação dos passivos contingentes no orçamento público, a partir de 1996, é fator decisivo para explicar o salto verificado na relação DLSP/PIB nos últimos 11 anos. Entre 1996 e 2006, a DLSP saltou de 28% do PIB para 45%, chegando a atingir 52,4% em 2003²⁷. Em valores nominais, isso corresponde a um acréscimo de R\$ 858,9 bilhões no montante da dívida. O gráfico abaixo revela a participação de cada fator condicionante²⁸ nessa evolução:

Gráfico 5.1 – Fatores condicionantes da DLSP - valores nominais acumulados entre jan/96 a dez/2006 (em R\$ bilhões)



Elaboração: autor

Fonte de dados: BCB – Tabelas Especiais

A figura anterior evidencia o impacto do ajuste patrimonial para o crescimento da DLSP. Somados e diminuídos todos os fatores que o compõem (esqueletos + ajuste cambial + juros nominais decorrentes do reconhecimento de dívidas – privatizações), chega-se a um montante de R\$ 512 bilhões nominais de ajustes de patrimônio no período. Lembrando a equação 2.3:

²⁷ É importante atentar para o fato de que o salto da relação DLSP/PIB foi mitigado pela nova metodologia de cálculo do PIB adotada pelo IBGE a partir deste ano. Em 2002, por exemplo, quando ele ainda era calculado pela antiga metodologia, chegou-se a questionar a sustentabilidade da dívida, quando alcançou em torno de 62% do PIB.

²⁸ O Banco Central fez a separação dos juros nominais (decorrentes e não decorrentes de ajustes patrimoniais) até 2003. Até aquele ano, 75% dos R\$ 724 bilhões pagos em juros não tinham relação com o reconhecimento de dívidas e 25% tinham. Por não se dispor dessa divisão a partir de 2004, fizemos uma extrapolação de tendência e aplicamos esses mesmos percentuais sobre o total de juros apropriados entre 2004 e 2006 para se chegar aos valores do gráfico. Para facilitar a compreensão, consideramos como ajuste cambial o somatório

$$\Delta\text{DLSP} = \text{NFSP} - \text{Privatizações} + \text{Outros Ajustes Patrimoniais}$$

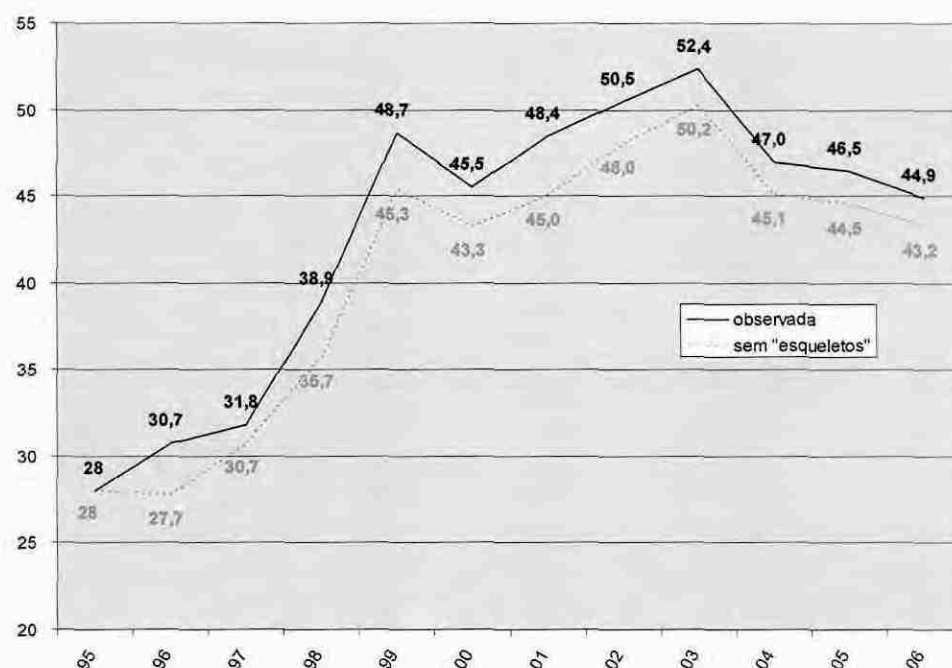
Sabendo-se que o BC apura as NFSP pela diferença entre os juros nominais pagos (não decorrentes de ajustes patrimoniais) e o superávit primário obtido, e utilizando os dados do gráfico 5.1, chegamos à seguinte equação:

$$\Delta\text{DLSP}_{(\text{jan}/96 \text{ e } \text{dez}/06)} = \text{R\$ } 347 \text{ bilhões} + \text{R\$ } 512 \text{ bilhões}$$

$$\Delta\text{DLSP}_{(\text{jan}/96 \text{ e } \text{dez}/06)} = \text{R\$ } 859 \text{ bilhões}$$

Significa dizer que os ajustes patrimoniais responderam por 59,6% do aumento da DLSP no período analisado, enquanto o déficit público, por 41,4%. Considerando apenas o efeito dos “esqueletos” e dos juros decorrentes deles, chega-se a um montante de R\$ 381 bilhões, o que corresponde a 44,3% do aumento da DLSP entre 1996 e 2006. Caso a política de explicitação de “esqueletos” não tivesse sido implementada, a curva da razão entre DLSP/PIB nos últimos anos teria sido diferente, como demonstra o gráfico abaixo:

Gráfico 5.2 – Evolução da relação DLSP/PIB observada e simulada – 1995 a 2006 (saldos de final de dezembro)



rio dos ajustes metodológicos da dívida interna e externa, além dos ajustes de paridade das reservas e da própria dívida externa.

Elaboração: autor

Fonte de dados: BCB – Tabelas Especiais e Pego Filho e Pinheiro (2003)

Podemos extrair duas conclusões a partir deste gráfico. Em primeiro lugar, o grande salto da trajetória da DLSP ocorreu entre o final de 1997 e de 1999, fato explicado pelas sucessivas crises financeiras (tigres asiáticos, Rússia e Brasil) que abalaram os mercados mundiais.

Quando a Ásia e a Rússia atravessaram suas crises financeiras, a dívida brasileira sofreu forte impacto da elevação dos juros, instrumento utilizado pelo BC para conter a fuga de capitais – lembrando que o país ainda vivia sob o regime de bandas cambiais. Em novembro de 1997, quando os reflexos da crise asiática atingiram o Brasil, o Tesouro Nacional chegou a pagar 38% a mais de juros aos credores de seus títulos em relação à média do que vinha pagando desde janeiro de 1996²⁹. Um novo patamar de juros, além do já estabelecido pela crise da Ásia, foi fixado a partir da moratória do governo russo em agosto de 1998. Entre novembro de 1997 e o mês do anúncio da moratória, a média de juros pagos pelo TN foi de R\$ 5,04 bilhões. No mês seguinte à decretação do *default* pelo governo russo, em setembro de 1998, o Brasil desembolsou R\$ 6,64 bilhões em juros, 31,75% a mais do que a referida média.

Se nas crises asiática e russa os juros se encarregaram de deteriorar as contas públicas brasileiras, em 1999 foi a vez do ajuste patrimonial cumprir esse papel. Com o fim das bandas cambiais e a conseqüente desvalorização do real frente ao dólar, os estoques das dívidas externa e interna indexada ao câmbio sofreram forte ajuste metodológico. De janeiro de 1996 a dezembro de 1998, ainda sob o câmbio administrado por bandas, o ajuste cambial foi da ordem de R\$ 12,5 bilhões. Num único mês, em janeiro de 1999, quando o governo resolveu abandonar a âncora cambial e adotar o regime de câmbio flutuante, essa mesma rubrica registrou um valor sete vezes maior do que o acumulado em três anos: R\$ 88 bilhões.

Essa substituição de protagonistas tem uma explicação. Enquanto perdurou o câmbio fixo, os juros deram a toada do endividamento público, já que a formação da taxa embutia em seu prêmio de risco a expectativa de desvalorização cambial. A partir do momento em que ela efetivamente começou a ocorrer, os juros iniciaram sua queda, pois o prêmio de risco relacionado à expectativa de desvalorização também começava a se redu-

²⁹ Fonte: BCB (http://www.bcb.gov.br/?FATORES_DLSP). Média: R\$ 3,56 bilhões mensais. Novembro: R\$ 4,91 bilhões ao mês. Todos os valores citados nesta seção referentes ao ajuste cambial e ao pagamento de juros foram extraídos da tabela contida no endereço da web acima.

zir. O que passou a determinar o comportamento da dívida, portanto, foi a combinação de dois fatores: oscilação da taxa de câmbio associada aos estoques da dívida externa e da dívida interna indexada à moeda estrangeira.

Após o rompimento da âncora cambial, em janeiro de 1999, o real sofreu mais dois agudos processos de desvalorização: entre maio e setembro de 2001, período em que ocorreram o “apagão” elétrico e o prenúncio da crise argentina, quando o ajuste cambial chegou a R\$ 56 bilhões, valor sete vezes superior ao acumulado de março de 1999 a abril de 2001 (R\$ 7,08 bilhões); e entre os meses que antecederam as eleições de 2002 (maio a setembro), quando as dívidas indexadas à moeda estrangeira sofreram correção em mais de R\$ 180 bilhões e o câmbio flertou perigosamente com a fronteira psicológica dos R\$ 4,00. Em setembro de 2002, um mês antes das eleições que elegeria o governo do Partido dos Trabalhadores, as indefinições geradas pela proximidade da vitória de um partido costumemente hostil ao mercado de capitais fizeram as fontes de financiamento externo secarem. Exportadores sequer tinham acesso a recursos de curto prazo. Naquele mês, o dólar próximo aos R\$ 4,00 levou o ajuste cambial a bater seu recorde histórico: R\$ 97 bilhões em apenas um mês.

Após as eleições, a calma retornou. O novo governo conteve a ameaça do retorno da inflação (em novembro de 2002, o IPCA chegara a 3,02%, recorde mensal do Plano Real) com um choque de juros, mantendo a taxa Selic em torno de 26% ao longo de 2003. A partir desse ano, o ajuste patrimonial continuou a ser o protagonista da dinâmica da dívida pública, só que desta vez contribuindo para a melhora das contas públicas: o ajuste cambial provocado pela apreciação do real frente ao dólar explica em boa parte a redução da relação DLSP/PIB de 52,4% para 44,9%. De outubro de 2002 – mês do 1º turno das eleições presidenciais – a março de 2007, o ajuste cambial reduziu a DLSP em R\$ 140 bilhões em valores nominais.

Um segundo aspecto que se pode analisar a partir do gráfico 4.2 refere-se à acertada aposta do governo em explicitar os passivos contingentes (“esqueletos”) no orçamento público. Acertada porque, ao reconhecer dívidas contraídas por administrações passadas, o governo minimizou o risco moral com agentes privados, sem que a relação DLSP/PIB sofresse abalos traumáticos. Analisando-se o gráfico 4.2, percebe-se que a maior diferença encontrada entre a trajetória observada e a projetada com a hipótese “sem esqueletos” é de 3,4% (1999 e 2001). Conforme bem sustentam Pego Filho e Pinheiro (2003, p.54):

"(...) apesar desses e outros fatores terem contribuído direta e imediatamente para o aumento da dívida líquida, eles também auxiliaram na solução de problemas criados no passado, os quais gerariam efeitos muito mais danosos às contas públicas caso não tivessem sido enfrentados no devido tempo. Como foi dito anteriormente, o exame das ocorrências que motivaram grande parte dos débitos do ajuste patrimonial, no período em foco, mostra que estas resultaram de políticas tendentes a fazer um ajuste fiscal estrutural em todos os agentes do setor público. Ajuste de bancos públicos, renegociação de dívidas estaduais e municipais e securitização das dívidas do FCVS são exemplos de políticas cujo impacto na dinâmica da dívida pública não pode ser avaliado pelo seu reflexo imediato na expansão da DLSP, mas deve ser comparado com seus benefícios em longo prazo."

5.3 Perspectivas

As perspectivas futuras para o comportamento dos ajustes patrimoniais caminham em dois sentidos. Pelo lado do ajuste cambial, elas vão depender do comportamento da taxa real de câmbio e do apetite do mercado por proteção cambial (*hedge*), no caso de uma possível crise financeira que desencadeie corrida contra o real e sua conseqüente desvalorização diante do dólar.

Qual a probabilidade disso acontecer? Em 12 de junho de 2007, a taxa nominal de câmbio era de R\$ 1,95. Embora seja uma das mais baixas dos últimos anos em termos nominais, o câmbio real encontrava-se apreciado, em março de 2007, apenas em torno de 12% em relação a sua média dos últimos 19 anos³⁰. Isso sugere que somente algum choque externo na economia mundial - e aí seria necessário analisar a conjuntura internacional, o que foge ao escopo desse trabalho - deverá fazer com que o câmbio ultrapasse essa margem que o afasta da média histórica.

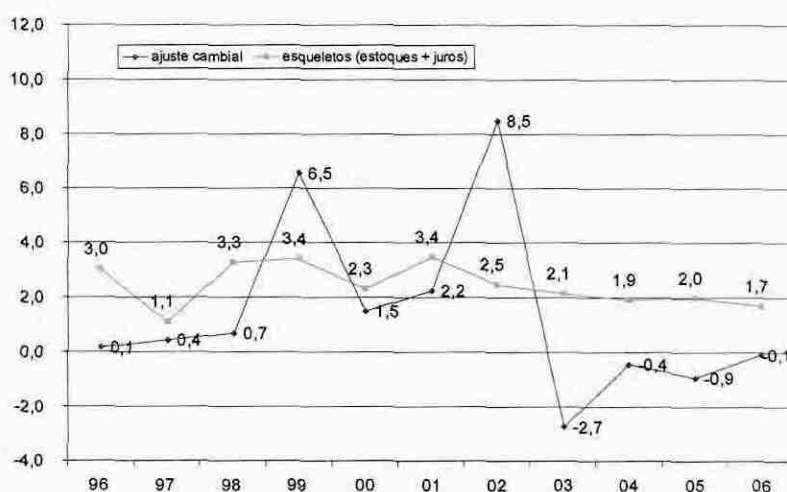
Por outro lado, o impacto de uma possível desvalorização cambial seria, a princípio, bem menos nefasto do que no passado recente da economia brasileira. Motivo: a flagrante redução da exposição cambial, tanto da dívida externa quanto da interna. A parcela da dívida interna indexada ao câmbio foi reduzida drasticamente a partir de 2003³¹, e no que se refere à dívida externa, o setor público brasileiro passou a ser credor externo desde

³⁰ Fonte: BCB - Séries Temporais. A taxa real média de câmbio entre janeiro de 1988 e março de 2007 (junho de 1994 = R\$ 1,00) foi de R\$ 1,06. Em março de 2007, estava em R\$ 0,93, o que resulta numa defasagem de $0,93/1,06 = -12,3\%$

junho de 2006, contando com R\$ 113 bilhões em créditos cambiais (nível em março de 2007).

Resta apenas saber se tal mudança será suficientemente sólida para resistir às demais crises financeiras que, porventura, vierem acontecer. É bom lembrar que, em momentos de stress dos mercados, os credores costumam exigir títulos indexados ao câmbio como condição para a rolagem da dívida. Foi o que aconteceu em novembro de 1997, logo após a crise asiática, quando a participação dos títulos indexados ao câmbio na dívida interna, em dois meses, pulou de 9,7% para 15,8%. A partir de então, esses papéis mantiveram um patamar médio de 18% de participação na dívida mobiliária federal interna (DMFI), até dezembro de 1998. Em janeiro de 1999, porém, com o fim da âncora cambial, a exposição cambial da DMFI aumentou para 30%, um salto em relação aos 20,91% do mês anterior. De janeiro de 1999 a dezembro de 2002, ela assumiu um novo patamar médio: 25,76%.

Gráfico 5.3 – Ajuste cambial e “esqueletos” – trajetória entre 1996 a 2006 (em percentagem do PIB)



Elaboração: autor

Fonte de Dados: BCB (quadro Evolução dos Fatores Condicionantes da Dívida Pública, com adequação feita pelo autor)

³¹ Em janeiro de 2003, a participação dos títulos indexados ao câmbio na dívida mobiliária federal interna era de 21,18%, percentual que em março de 2007 tinha sido reduzido para 1,2%. Fonte: BCB – Séries Temporais – Finanças Públicas

Se pelo lado cambial as perspectivas futuras para o ajuste patrimonial aparentam um certo grau de indefinição – característica marcante, aliás, principalmente no período 1998-2003, como demonstra o gráfico 5.3 -, pelo lado dos passivos contingentes (“esqueletos”) elas parecem estar mais estáveis. Entre 1996 e 2001, o reconhecimento de dívidas por parte do governo e os juros decorrentes delas corresponderam, em média, a 3% do PIB anuais. A partir de 2003, essa proporção caiu para 1,9% ao ano, e com um detalhe: em 2006, não foi necessário explicitar qualquer dívida, sendo que o governo ainda registrou um crédito de R\$ 375 milhões. O percentual de 1,7% que aparece no gráfico, portanto, diz respeito ao pagamento de juros decorrentes de renegociações de dívidas passadas.

Pego Filho e Pinheiro (2003, p.56-57) entendem que, no tocante aos “esqueletos”, o principal problema é, essencialmente, de “transparência fiscal”:

“Por um lado, alguns itens que deveriam ser tipicamente classificados como ajuste patrimonial (créditos recebíveis do REFIS, dos fundos de pensão, etc.) são, na prática, apropriados como receita ou despesa corrente e incorporados ao superávit primário. Por outro lado, com exceção do que se divulga na Lei de Diretrizes Orçamentárias (informações muito gerais), não se dispõe de dados mais pormenorizados acerca dos passivos contingentes que o governo tem perspectiva de assumir no futuro próximo. Isso gera incerteza quanto ao real tamanho da dívida líquida total e, conseqüentemente, quanto à sua sustentabilidade.”

Os autores também sugerem que o reconhecimento de novos passivos contingentes deveria obedecer a um programa de três estágios: antes do reconhecimento, quando reconhecidos e quando forem executados.

“Em cada uma dessas fases, as autoridades responsáveis pela política fiscal e pelo manejo das finanças públicas teriam tarefas e metas específicas a cumprir, de modo a, principalmente, compatibilizar o programa de reconhecimento com as metas maiores da política econômica e minimizar o risco moral na relação com os agentes privados.”
(PEGO FILHO E PINHEIRO, 2003, p.65)

6. TAXA DE JUROS: HIPÓTESES PARA A ALTA

Um trilhão, cento e oitenta e três bilhões, quatrocentos e um reais e cinco centavos (R\$1.183.401,05). Esse é o valor total atualizado³² dos juros reais pagos pelo setor público não-financeiro desde 1º julho de 1994 – início do Plano Real - até março de 2007. É um montante maior do que toda a riqueza gerada no Brasil em 1999 (R\$1,06 trilhão), consistindo numa média de R\$ 91 bilhões anuais despendidos com juros – apenas juros, líquidos de correção monetária – nos últimos 13 anos.

O peso dos juros brasileiros confirma a velha tese de que resolver um problema econômico é como tentar acalantar o frio com um cobertor curto: se cobre-se o pescoço, deixa-se os pés desprotegidos – e vice-versa. No caso da economia brasileira, o “cobertor” chamado Plano Real alcançou a estabilização de preços, mas não conseguiu reduzir sua taxa de juros ao patamar praticado em outros países emergentes.

Tabela 6.1 – Taxa de juros nominal de oito países emergentes selecionados de 2004 a 2006 (médias anuais - valores em %)

Países	2004	2005	2006	Média
1º Brasil	16,24	19,12	15,28	16,88
2º Indonésia	6,44	8,08	11,41	8,64
3º México	7,1	9,33	7,3	7,91
4º África do Sul	7,53	6,91	7,34	7,26
5º Nova Zelândia	6,13	7,11	7,55	6,93
6º Rússia	7,11	5,84	6,04	6,33
7º China	2,79	1,86	2,54	2,40
8º República Tcheca	2,36	2,01	2,3	2,22

Elaboração: autor

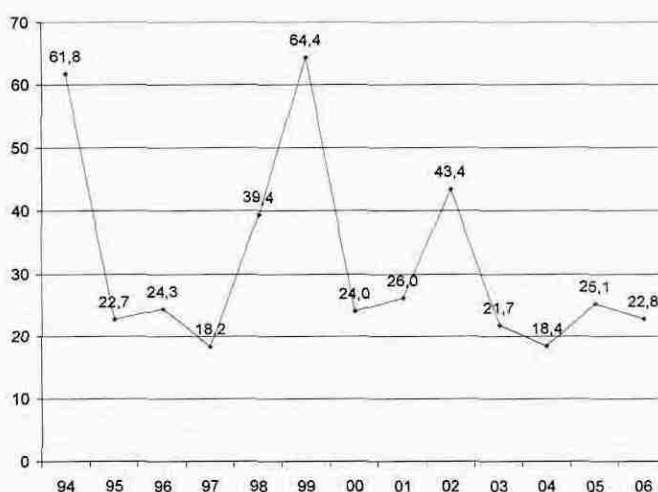
Fonte: OCDE

A Selic é a taxa de juros que baliza a maioria das operações de financiamento do sistema financeiro nacional e indexava, em março de 2007, 35,5% da dívida mobiliária federal interna. Aí já surge um grave problema, pois a Selic também é o principal instrumento que o BC dispõe para controlar a demanda agregada. Amaldiçoada pela maior parte da classe empresarial do setor industrial, festejada pelos operadores das tesourarias dos bancos e pelo mercado financeiro em geral, só não tem feito mais estragos nas contas públicas graças aos robustos superávits primários obtidos pelo setor público a partir de 1999.

³²Fonte: BCB. O fator de atualização utilizado pelo autor foi o IPCA.

Quando se discute déficit nominal e aumento dos gastos do governo, ela figura como vilã e vítima, conforme a corrente de pensamento econômico que a interpreta. Vilã, porque além de exigir um superávit primário hercúleo do governo para impedir que a DLSP venha a se tornar insustentável, também consumiria boa parte das receitas do Tesouro Nacional, comprometendo investimentos na área social (saúde, educação, segurança). Vítima, porque seria reflexo puro e simples de desajustes crônicos nas contas públicas ao longo da história econômica do país.

Gráfico 6.1 – Percentual de juros nominais pagos pelo Governo Federal e pelo BC durante o Plano Real, em proporção à receita total do Tesouro Nacional



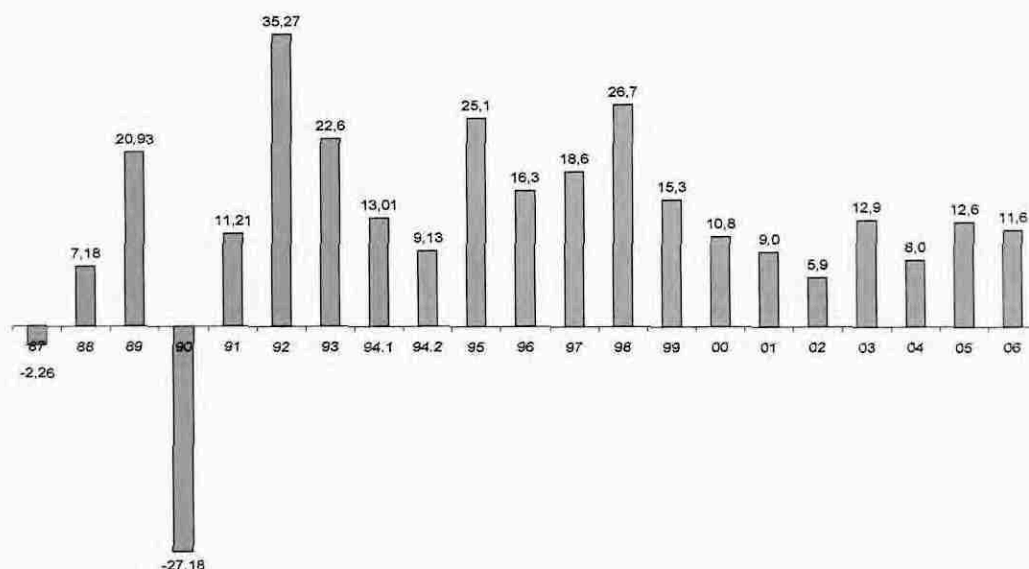
Elaboração: autor

Fonte: BCB – Séries Temporais – Finanças Públicas

Desde setembro de 2005, a Selic nominal vem caindo ininterruptamente e já sofreu um corte total de 7,75%. Mesmo assim, em junho de 2007, quando se encontrava em 12% a.a., ela ainda ocupava o topo do ranking mundial em termos reais – 8,3%, seguida pela taxa da Turquia (7,6%), conforme estudo da empresa Up Trend Consultoria Econômica³³. Esse mesmo estudo revelou que a taxa brasileira é quase quatro vezes superior à média da de 40 países selecionados, que se situa em 2,3% a.a. O gráfico abaixo mostra a evolução da Taxa Selic real, deflacionada pelo IPCA, desde 1987:

³³ <http://www.uptrend.com.br>

Gráfico 6.2 –Taxa Over-Selic real antes e depois do Plano Real (taxa acumulada no ano, em %³⁴)



Elaboração: autor

Fonte de dados: BCB – Séries Temporais

Pode-se observar uma diferença de quase 40% entre a média anual do período que antecede o Plano Real (barras vermelhas, em 10,1%) e a que sucede o Plano (barras azuis, em 13,99%). Ou seja, embora tenha conseguido estabilizar a inflação, o Plano Real trouxe com ele taxas reais de juros ainda mais elevadas do que aquelas que já predominavam na economia. O objetivo desta seção, portanto, será levantar algumas hipóteses que estejam contribuindo para manter o Brasil na liderança, maldita, dos juros mundiais.

6.1. Múltiplas funções

Uma delas, de autoria de Bresser-Pereira e Nakano (2002), sugere que as taxa de juros são altas no Brasil porque as autoridades econômicas atribuem a ela múltiplas funções: reduzir a demanda agregada (mesmo esta não estando ela aquecida) em situações de pres-

³⁴ Calculada a partir da multiplicação dos números-índices das taxas reais mensais, deflacionadas pelo IPCA. Ver nota de rodapé nº 17

são inflacionária; limitar a desvalorização da taxa de câmbio para evitar a inflação de custos (considerando que os custos da matriz produtiva nacional são influenciados pela cotação do dólar); induzir os investidores internos a comprar títulos para financiar o déficit público.

Os autores citam ainda outras duas funções, ambas verificáveis quando da confecção do artigo, mas não no momento atual em que se encontram os fundamentos da economia brasileira. Uma seria atrair capital externo para financiar o balanço de pagamentos, o que fica invalidado atualmente pelos importantes saldos comerciais obtidos pelo país, que têm substituído com eficiência essa função.

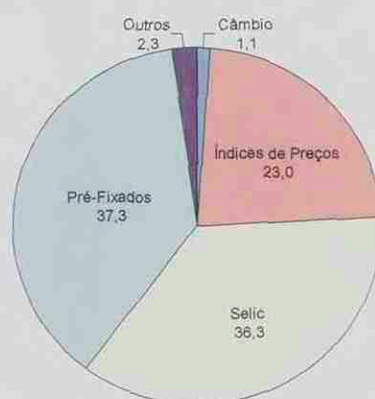
A outra seria reduzir o déficit comercial por meio do controle da demanda interna. Funcionaria assim: ao baixar os juros, o BC desestimularia a entrada de divisas no mercado de câmbio, provocando uma elevação na cotação do dólar e reduzindo as importações. Essa função, no entanto, também não pode ser levada em consideração, visto que nos últimos três anos o Brasil vêm aumentando vigorosamente seu superávit comercial.

Poder-se-ia incluir, nesta lista de exceções, a utilização da taxa de juros para limitar a desvalorização cambial, dado o forte movimento de apreciação cambial dos últimos quatro anos (50% entre março de 2007 e dezembro de 2002³⁵). No entanto, como visto na seção anterior, a partir da análise do gráfico 5.2 não restam muitas dúvidas de que o BC não hesitará em utilizar a taxa de juros para controlar uma possível desvalorização cambial.

Concluem os autores - de forma unívoca em relação à média do pensamento econômico geral - que as altas taxas de juros acarretam dois efeitos básicos sobre a economia brasileira: 1) limitam o crescimento econômico ao aumentar o preço do crédito (taxa de empréstimo) e, principalmente, ao afetar de forma negativa as expectativas dos empresários, e 2) aumentam a Dívida Mobiliária Federal Interna (e, por consequência, a DLSP), composta em sua maioria (62%) por títulos pós-fixados (Selic, Câmbio e Índices de Preços).

³⁵ Fonte: BCB – Séries Temporais

Gráfico 6.3 – Composição da Dívida Mobiliária Federal Interna (DMFI) por tipo de indexador (em %, dados de março de 2007)



Elaboração: autor

Fonte: BCB – Séries Temporais

Da mesma forma, Oreiro e outros (2002) entendem que essa multiplicidade de funções atribuídas à taxa de juros seria um fator determinante para impedir sua queda. A redução da demanda agregada e a limitação da desvalorização cambial, por exemplo, estariam intimamente relacionadas porque a “a inflação brasileira no pós-real é predominantemente uma inflação de custos”. Por isso, o governo teria resolvido adotar um regime administrado de flutuação cambial:

“(...) o Banco Central reage elevando a taxa de juros (ou simplesmente deixando de reduzi-la) quando o câmbio apresenta movimentos prévios – para cima – de volatilidade. Desse modo, o BCB tem, freqüentemente, como alvo implícito a taxa nominal de câmbio.” (OREIRO E OUTROS, 2002, p. 124)

Entende-se, portanto, o porquê de o Banco Central insistir em manter os juros reais elevados, mesmo com os baixos níveis de inflação verificados atualmente. Para auxiliar no cumprimento de sua meta inflacionária, o BC utilizaria como alvo implícito a taxa nominal de câmbio, já que aumentos desta variável têm o poder de contaminar parte da estrutura de custos da matriz de produção industrial brasileira.

Prova disso é a política de contenção dos preços de combustíveis que tem sido adotada pela Petrobrás, não obstante a disparada da cotação do barril do petróleo em mais

de 60% a partir da Guerra do Iraque, em 2003³⁶. Outro exemplo da forte presença do câmbio em nossa matriz de produção é a Embraer. Para se ter uma idéia do que estamos falando, a fabricante de aviões de médio porte é a terceira maior exportadora e a segunda maior importadora brasileira. No primeiro trimestre de 2007, a Embraer aumentou as exportações em 15%, para US\$ 756 milhões, em relação a janeiro a março de 2006. Na mesma comparação, importou US\$ 610 milhões, alta de 18%.³⁷

6.2. O “Efeito-Convenção”

O “efeito-convenção” foi utilizado pela primeira vez por Keynes (1937). Segundo ele, na prática, para se efetivar determinada ação, os agentes recorrem a uma convenção, cuja essência reside em se supor que a situação existente dos negócios continuará por um tempo indefinido, a não ser que se tenham razões concretas para esperar uma mudança. O método convencional de cálculo será compatível com um considerável grau de continuidade e estabilidade nos negócios, enquanto se puder confiar na continuação do raciocínio.

Bresser-Pereira (2005) se inspira nesse conceito, também, para justificar a manutenção da taxa real de juros da economia brasileira em patamares elevados:

“Afirmo que a função-objetivo do sistema econômico brasileiro é um rendimento financeiro de 10% reais porque toda a lógica da política econômica aponta nessa direção (...) Foram provavelmente as altas taxas de crescimento durante os anos 70 e a alta inflação durante os anos 80 até 1994 que levaram os rentistas, especificamente os credores internos e externos do Estado, a entender consensualmente que essa taxa lhes é devida. E foi certamente a política frouxa, submissa, dos diversos governos, que legitimou essa pretensão” (BRESSER-PEREIRA, 2005, p. 16).

Em suma, o ex-ministro da Fazenda sustenta que as políticas monetárias, fiscal e cambial estão estruturadas para garantir esse rendimento, tendo muito pouca relação com o controle inflacionário.

³⁶ Embora o Brasil tenha alcançado a auto-suficiência na produção de petróleo em 2006, a política de preços da Petrobrás para os combustíveis leva em conta a cotação do petróleo no mercado internacional e a cotação do dólar americano.

³⁷ Fonte: Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior (ranking das 40 maiores empresas exportadoras e importadoras)

“Se fosse verdade que o controle da inflação é o objetivo principal da política econômica, nos momentos em que a demanda agregada caísse e a inflação entrasse correspondentemente em declínio, o Banco Central aproveitaria a oportunidade para baixar a taxa de juros básica para os níveis internacionais compatíveis com a classificação de risco do Brasil”. (BRESSER-PEREIRA, 2005, p. 16)

A política fiscal estaria comprometida com o que chama de “taxa de juros satisfatória”. Bresser entende que se o objetivo fosse realmente usar a política fiscal para combater a inflação, a meta fiscal deveria variar de acordo com o ciclo econômico, reduzindo-se o superávit quando a economia desaquecesse e aumentando-o quando a demanda agregada pressionasse os preços.

A política fiscal, portanto, estaria sendo utilizada para outro fim: o de garantir o pagamento “da taxa satisfatória” aos credores. Funcionaria assim: o BC define, previamente, a taxa de juros do sistema; uma vez fixada, é preciso evitar que o endividamento público cresça em relação ao PIB, ou seja, que o devedor (Tesouro) não fique endividado a ponto de tender a se tornar insolvente, e assim arriscar os créditos dos rentistas; a partir daí, da definição da taxa de juros satisfatória, é que se calcula o superávit primário necessário para garantir a sustentabilidade da dívida pública.

Levando em consideração as variáveis disponíveis em junho de 2007 -juros reais de 8,3% e expectativa de crescimento do PIB de 4,1% para 2007 - vimos na seção 5 que o superávit primário necessário para estabilizar a relação DLSP em 45,04% do PIB seria de 1,82%, menos da metade dos atuais 3,8 % que o governo utiliza como meta.

Evidente que esse cálculo merece duas ressalvas. A primeira diz respeito ao percentual da dívida/PIB que o governo queira estabilizar – sendo menor que 45,04%, maior terá que ser o superávit primário. A segunda é a própria conjuntura econômica no momento da divulgação do superávit primário, que ocorre ao final de cada ano - obviamente, se o valor da taxa de juros real e do crescimento esperado do PIB forem outros, o superávit também o será.

A política cambial também segue a mesma lógica de sustentar a “taxa de juros satisfatória”.

“Como essa taxa é muito alta, atrai capitais do exterior. Os fluxos de capital pressionam a taxa de câmbio para baixo, apreciando-a até que se chegue ao equilíbrio perverso de alta taxa de juros e baixa taxa de câmbio – equilíbrio que levou o Brasil à crise em 1998 e, em parte, também em 2002.” (BRESSER-PEREIRA, 2005, p.17)

Coincidência ou não, é exatamente esse o cenário em que se encontra a economia brasileira no momento: taxa de juros real elevada e taxas de câmbio nominal e real apreciadas.

6.3. A rigidez do sistema metas de inflação

E qual seria o papel do sistema de metas de inflação nesse contexto? Um argumento bastante discutido é o de que as metas são muito ambiciosas, obrigando o Banco Central a atuar de forma mais incisiva na definição da Selic. A autoridade monetária poderia, por exemplo, definir uma meta mais elástica, em torno de 10%, para tentar alavancar o crescimento. Caímos, portanto, na velha questão: pode-se aceitar uma inflação um pouco mais alta desde que venha acompanhada de crescimento?

A questão não parece ser essa. Se a função do sistema econômico brasileiro é garantir em torno de 10% de rendimento real, como afirma o ex-ministro Bresser-Pereira – e como parece ser, efetivamente, a realidade, analisando-se a série histórica de taxa de juros real no Brasil (gráfico 6.2) – pouco importaria o índice de preços vigente. Se a meta for estipulada em 10%, a taxa nominal deverá ser 20%, a grosso modo, para garantir a “taxa de juros satisfatória” do sistema.

Por outro lado, Bresser-Pereira (2003) levanta uma outra hipótese que poderia ter influenciado na definição desse piso para as taxas de juros reais brasileiras: a origem do sistema de metas, mais especificamente, a conjuntura em que foi concebido. Em junho de 1999, quando o Banco Central implantou esse sistema, a taxa de juros real ainda estava muito elevada (18,1%). Desenvolver um modelo anti-inflacionário naquele momento, quando o equilíbrio macroeconômico ainda não fora alcançado, significava introduzir um viés a favor de taxas de juros altas no sistema de metas de inflação.

A fim sair dessa armadilha, Bresser-Pereira e Nakano (2002) sugerem medidas para flexibilizar o sistema de metas de inflação. Primeiro, utilizando o núcleo de inflação como medida, isto é, eliminando seus componentes transitórios. Segundo, conforme sugeriu John B. Taylor, um dos formuladores da teoria de metas de inflação, reduzindo a importância ou

eliminando a taxa de câmbio do modelo, pois, se a taxa de juros reage à meta de inflação, já há uma importante reação indireta à taxa de câmbio.³⁸

"Os aperfeiçoamentos do modelo referidos facilitarão a transição do equilíbrio perverso em que nos encontramos para um nível compatível com as classificações de risco do país, mas é preciso ficar claro que, se não reconhecermos que vivemos ainda uma situação anormal e se o modelo aperfeiçoado não for usado de forma pragmática e corajosa, continuará impossível fazer a mudança de regime de política econômica." (BRESSER-PEREIRA E NAKANO, 2002, p. 179-180)

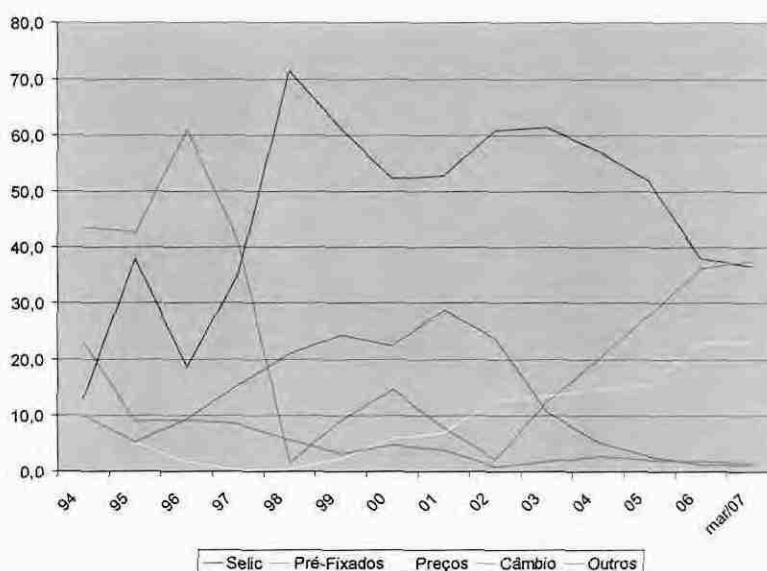
6.4. Reduzida eficácia da política monetária

Existe ainda um quarto componente que costuma ser utilizado para explicar a constância dos elevados juros reais no Brasil. É a reduzida eficácia da política monetária, que decorre de diversas situações: seja pela composição da Dívida Mobiliária Federal (DMF), pelo grande volume de créditos administrados, pela baixa intermediação financeira, pela inexistência de mercados secundários de títulos desenvolvidos ou ainda pela forte presença de preços administrados nos índices de inflação. O resultado é que a dose de juros prescrita para se alcançar a meta de inflação torna-se mais alta do que seria necessário na ausência (ou presença, conforme o caso) desses eventos.

Vamos começar analisando a composição da DMF. O gráfico 6.4 revela a importante mudança ocorrida a partir de 2003:

³⁸ Quando ocorre a desvalorização da taxa de câmbio nominal, os preços domésticos são contaminados e tentam "escapar" da meta de inflação. Nesse momento, a taxa de juros reage, buscando trazer a inflação de volta para a meta. É por isso que Bresser-Pereira e Nakano (2002) entendem que a taxa de juros também reage a movimentos da taxa de câmbio.

Gráfico 6.4 –Evolução da composição da DMFI por tipo de indexador durante o Plano Real (em %, saldos de dezembro)



Elaboração: autor

Fonte: BCB – Séries Temporais

Percebe-se que a maior parte da dívida (37,5%) passou a ser composta por Letras do Tesouro Nacional (LTNs), títulos pré-fixados (não indexados) que embutem o rendimento no momento da compra pelo investidor, a partir de um deságio no valor do principal³⁹. Ainda assim, mais de um terço da DMFI (36,5%) continua sendo indexada pela taxa Selic, o que neutraliza o efeito-riqueza⁴⁰ que variações nas taxas de juros costumam provocar aos detentores de títulos pré-fixados.

Para entender melhor esse mecanismo, imagine-se que um determinado investidor comprou num leilão do BC um título pré-fixado no dia 1º de janeiro de 2007, com vencimento de um ano, por R\$ 900,00, sendo que seu valor de face – ou seja, o que efetivamente

³⁹ Uma LTN com prazo de um ano, no valor de R\$ 1.000,00, que tenha sido vendida a R\$ 880,00, embute um rendimento de 13,6%, por exemplo.

⁴⁰ O primeiro autor a tentar fazer uma relação entre títulos da dívida pública e riqueza foi o clássico David Ricardo. Depois dele, o neoclássico Robert Barro ("Are Government Bonds Net Wealth", *Journal of Political Economy*, 1974), enfocando a renda permanente das famílias, desconsiderou essa hipótese. Baseou-se no fato de que as pessoas acreditam que seus títulos deverão ser pagos futuramente com aumento de impostos. Sendo assim, um aumento do déficit orçamentário do governo não acompanhado por cortes nos gastos deve levar a um aumento na poupança das famílias, que precisamente iguala-se ao déficit do governo e neutraliza um possível efeito-riqueza dos títulos públicos. Não existem ainda evidências empíricas consistentes que comprovem essa proposição, que ficou conhecida como Barro-Ricardo. O fato é que variações nas taxas de juros dos títulos pré-fixados alteram o valor de face dos mesmos, e, dada sua liquidez (materializada pelos fundos de investimentos mantidos e administrados por bancos), continuaremos a assumir a hipótese de que os credores do governo consideram os títulos públicos como parte de sua riqueza.

irá receber no dia 1º de janeiro de 2008 - é R\$ 1.000,00. A taxa de juros desta operação, portanto, foi de 11,11%. Suponha-se, agora, que no dia seguinte a essa compra o BC eleve a taxa básica para 15% e comece a fazer leilões oferecendo títulos com esse rendimento.

O efeito-riqueza opera no momento em que aquele investidor que comprou o título em 1º de janeiro precisar, por algum motivo, vender o título no mercado secundário. Supondo que isso ocorra no dia 3 de janeiro, ele não conseguirá mais fazê-lo pelos R\$ 900,00 que investiu, já que os juros de 11,11% não mais refletem a taxa negociada naquele mercado por aquele título. Considerando que um possível comprador queira receber os mesmos 15% vigentes no mercado, seu título estará valendo, agora, R\$ 869,00 ($1000/1,15$), 3,5% a menos do que o valor investido. Ocorreu, efetivamente, uma alteração patrimonial, de saldo negativo, na riqueza dos investidores que compraram títulos públicos pré-fixados no dia 1º de janeiro de 2007, devido ao aumento da taxa de juros pelo BC. Esse efeito-riqueza que diminui o valor dos títulos, portanto, age no sentido de contrair a demanda agregada.

Com títulos pós-fixados esse efeito é praticamente zero. Independentemente do BC aumentar ou diminuir a taxa de juros, o valor de face não se altera, e o rendimento acaba funcionando como um *hedge* para o investidor. Veja-se o porquê. Suponha-se que no dia 1º de janeiro de 2007 nosso investidor tivesse optado por comprar um título indexado pela taxa Selic, com prazo de um ano, pagando R\$ 1.000,00. Suponha-se, também, que a meta anual para a Selic fosse 10% em 1º de janeiro. Agora, imagine-se que o BC, no dia 2 de janeiro de 2007, resolvesse aumentar a meta da Selic para 30% ao ano. Se o investidor tivesse adquirido um título pré-fixado estaria, a essa altura, lamentando sua escolha. No entanto, como seu título está perfeitamente indexado pela Selic, se resolver vendê-lo no dia 3 de janeiro, obterá os mesmos R\$ 1.000,00 investidos, pois o comprador irá receber do BC os 30% de rendimento ao final do vencimento do título, em 1º de janeiro de 2008.

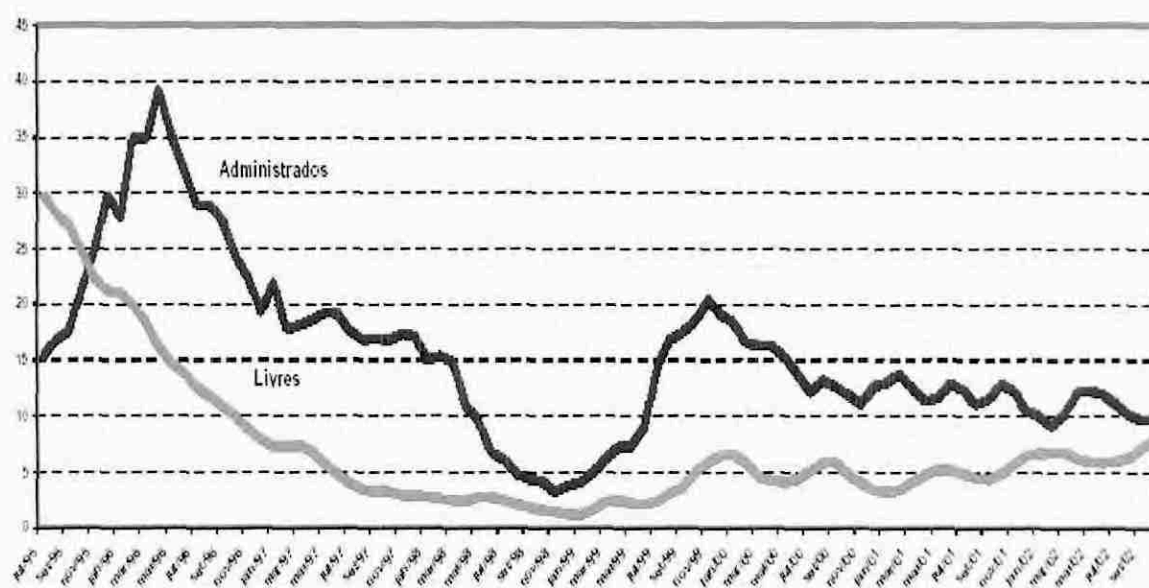
Ora, se o rendimento de um título tem relação direta com a variação da taxa de juros, como é o caso da Selic, o uso dessa ferramenta pelo BC para contrair a demanda agregada torna-se inócuo. Por isso, no caso do Brasil, a necessidade da dose de juros reais prescrita pelo BC precisa ser mais elevada, na medida em que quase 40% da riqueza em títulos estão imunes ao efeito-riqueza que provoca a contração da demanda agregada de uma economia aquecida.

A composição do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) é outro aspecto que ajuda a entender a reduzida eficácia da política monetária do BCB. Modenesi (2005)

estima que 33% dos itens que compõem o índice são preços administrados, ou seja, imunes a variações na Selic (energia elétrica e combustíveis, por exemplo).

"A insensibilidade desses preços à taxa de juros – somada ao fato de que seu crescimento se mostrou sistemática e consideravelmente superior à inflação dos preços livres entre 1999-2005 – requer que os preços livres sejam excessivamente represados para compensar a forte pressão exercida pelos preços administrados sobre o IPCA."
(MODENESI, 2006, p. 3-4)

Gráfico 6.5 –Evolução mensal dos preços livres e administrados entre julho de 1995 e setembro de 2002 (taxa acumulada de 12 meses)



Fonte: Figueiredo e Ferreira (2002, p.9)

Assim, segundo o autor, reduz-se a eficácia da política monetária: a Selic deve ser fixada em níveis demasiadamente elevados para manter a demanda agregada suficientemente reprimida e assegurar o cumprimento da meta de inflação. Para uma dada meta, a existência de preços administrados implica que a Selic deva ser estabelecida em nível superior àquele que seria necessário caso todos os preços fossem livres, como mostra estudo do BC: “a política monetária poderia ter sido consideravelmente mais amena caso os preços administrados apresentassem um comportamento semelhante ao dos preços livres” (FIGUEIREDO E FERREIRA, 2002, p. 24).

Não são apenas os preços administrados que contribuem para a manutenção dos juros reais básicos da economia brasileira nas alturas. O grande volume de créditos administrados, também imunes aos movimentos da Selic, auxiliam nesta tarefa. Os repasses do BNDES, o crédito agrícola e várias modalidades dos empréstimos imobiliários compõem esse universo protegido dos efeitos da política monetária, com juros subsidiados e responsável por cerca de um terço do crédito na economia.

Não bastasse o problema do *grande volume de créditos administrados* em proporção ao crédito de mercado, o Brasil ainda enfrenta o problema da baixa intermediação financeira (CONJUNTURA ECONÔMICA, set. 2005, p.9). Taxas altas são eficientes em contrair a demanda quando pessoas e empresas estão bastante alavancadas. Acontece que no Brasil o volume de crédito responde por apenas 28% do PIB, ficando muito atrás da média dos países emergentes do Sudeste Asiático, por exemplo, como Coreia do Sul e Malásia (em torno de 100% do PIB). Some-se a isso a inexistência de mercados secundários de crédito que poderiam servir de canais de transmissão da política monetária, como ocorre com o mercado de hipotecas, por exemplo, nos Estados Unidos. Sem canais de transmissão de política monetária e com um mercado de crédito atrofiado, portanto, a dose de juros aplicada pelo BC na economia precisa ser mais elevada para gerar resultados contracionistas.

Em resumo, de acordo com a literatura acima analisada, o alto juro real básico no Brasil é um misto de herança histórica com problemas estruturais. Ao mesmo tempo, tentar explicitar como cada um deles influencia em menor ou maior proporção a taxa Selic é tarefa árdua e talvez sem resposta. É importante ressaltar, porém, que desde agosto de 2004 não se tem, no Brasil, uma taxa de juros real anualizada tão baixa como a de junho de 2007. Resta saber se o BC conseguirá derrubar a tese, cada vez mais defensável, de que existe uma taxa de equilíbrio para os juros reais brasileiros em torno de 9% reais, como a série histórica dos últimos 20 anos parece querer demonstrar.

7. CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

O objetivo desta monografia foi analisar o desempenho de três dos principais fatores condicionantes da evolução da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) durante o Plano Real: superávit primário, ajuste patrimonial e juros (nominais e reais).

Na primeira parte do trabalho, foram abordados alguns aspectos conceituais. Viu-se que a DLSP está associada ao conceito contábil de patrimônio líquido, ou seja, os ativos do governo estão efetivamente disponíveis para pagamento das despesas fiscais. Em relação às Necessidades de Financiamento do Setor Público, ou simplesmente déficit público, tentou-se esclarecer que variações de patrimônio, como privatizações e outros ajustes patrimoniais, são excluídas de seu cálculo. Ou seja, nem sempre a totalidade do déficit é incorporada ao estoque do endividamento, mas somente a parte que afetou a demanda agregada no período em análise.

Em relação ao superávit primário, procurou-se demonstrar que ele tem sido a principal variável da qual o governo dispõe para impedir que a DLSP assuma uma trajetória explosiva. Os números comprovam esse fato: supondo que o superávit primário tivesse sido nulo nos últimos 11 anos, a DLSP teria chegado a 70,65% do PIB, ao invés dos 45,04% atuais. Insiste-se, aqui, que não existe problema algum em perseguir valores expressivos como meta para o superávit primário. A questão que se coloca é a forma como isso vem sendo feito: por aumentos persistentes de arrecadação tributária, inviabilizando a queda da taxa real de juros e criando uma falsa imagem para o ajuste fiscal brasileiro.

Para trabalhos futuros, recomenda-se a desagregação da conta superávit primário do governo central (Tesouro Nacional, INSS e Banco Central), principalmente por ministérios. Tal tarefa poderia ser útil na definição de políticas setoriais de investimento, como uma forma de compensar os setores que estão sendo mais afetados por esse vultoso esforço fiscal realizado pelo governo.

Ficou demonstrado, também, a fundamental participação dos ajustes patrimoniais para o crescimento da DLSP durante o Plano Real. Considerando o ajuste cambial do período, o reconhecimento de dívidas antigas e os juros decorrentes delas (deduzindo-se as privatizações), chega-se a um total de R\$ 512 bilhões, o que representa 60% do total da expansão da dívida no período (R\$ 859 bilhões, em termos nominais).

Desse total, R\$ 381 bilhões foram decorrentes de reconhecimento de dívidas, o que revela a decidida intenção do Estado brasileiro em solucionar problemas criados no passa-

do e que poderiam gerar efeitos muito mais danosos nas contas públicas caso não tivessem sido enfrentados no devido tempo. Por outro lado, o forte ajuste metodológico ocorrido nas contas públicas durante o período – R\$ 199 bilhões – demonstra dois fatos: 1) o alto grau de exposição cambial a que a dívida mobiliária esteve submetida, principalmente entre 1998 e 2002; 2) a forte sensibilidade da composição da dívida mobiliária federal a movimentos de stress do mercado mundial.

Espera-se que o peso do ajuste patrimonial como fator condicionante da DLSP diminua cada vez mais. Pelo lado do reconhecimento de dívidas, isto já está acontecendo: em 2006, foram apenas 1,7% do PIB, o menor nível desde 1997 (1,1%) para a variável. Pelo lado do ajuste metodológico, a redução da exposição cambial da dívida interna a 1,2% de sua composição e o acúmulo substancial de reservas internacionais (R\$ 113 bilhões) levam a crer que a economia brasileira esteja mais fortalecida, imune a contágios decorrentes do cenário internacional – embora esse teste ainda não tenha ocorrido para valer, ainda.

Recomenda-se, para trabalhos futuros, uma investigação mais aprofundada acerca de medidas que possam ser tomadas para reduzir ainda mais o impacto dos passivos contingentes no orçamento público. Estragos provocados nos cofres da União por ações judiciais como a URV (Unidade Real de Valor), por exemplo, poderiam ter sido evitados caso as autoridades responsáveis pela conversão monetária, à época (início do Plano Real), tivessem essa preocupação.

Procurou-se demonstrar, também, que o problema das taxas de juros elevadas no Brasil é um misto de herança histórica com problemas estruturais. Durante o Plano Real, o pagamento de juros nominais absorveu, em média, 33% anuais da receita total do Tesouro Nacional. Em valores atualizados, os juros reais pagos, descontados a correção monetária do período, somaram R\$ 1,18 trilhão, valor maior que o PIB de 1999, por exemplo. Mais do que fazer uma análise comportamental da taxa de juros, entendeu-se que essa monografia ganharia valor agregado se fossem investigadas, mesmo de forma resumida, as principais hipóteses da persistente alta verificada nos últimos 20 anos.

Assim, centrou-se a análise em quatro proposições: a multiplicidade de funções atribuídas à taxa Selic; o efeito-convenção para o comportamento da taxa, que parece estar impregnado nas expectativas dos agentes privados; a rigidez do sistema de metas de inflação; e a reduzida eficácia da política monetária implementada pelo BC, traduzida, principalmente, pelo efeito-riqueza decorrente da composição da Dívida Mobiliária Federal e pela baixa relação crédito/PIB.

Sugere-se, como recomendação para trabalhos futuros, uma investigação mais aprofundada a respeito da composição da Dívida Mobiliária Federal. O gráfico 6.4 revela que a participação atual dos títulos pré-fixados encontra-se próxima ao nível da do início do Plano Real, com a redução concomitante dos títulos indexados pela taxa Selic e com a quase eliminação da exposição cambial. Uma dívida composta em sua maioria por títulos pré-fixados aumenta a eficácia da política monetária via efeito-riqueza, permitindo que juros menores produzam o mesmo efeito contracionista na demanda agregada. Propõe-se, portanto, investigar quais condições seriam necessárias para a continuidade dessa estratégia de alteração do perfil da DMF, e que precauções poderiam ser tomadas para evitar os efeitos nefastos sobre a dívida que costumam ser provocados pelos choques externos.

REFERÊNCIAS

- 1 BENÍCIO, Alex P. Ajuste fiscal e efeitos macroeconômicos. **In:** *Finanças Públicas – VII Prêmio Nacional*. Brasília: ESAF, 2002. p. 83-125.
- 2 **CONJUNTURA ECONÔMICA**. Crescer ou controlar a dívida? Rio de Janeiro: Carta do IBRE/FGV, jan. 2004, p. 8-9.
- 3 _____. Juros reais altos: um enigma repleto de explicações. Rio de Janeiro: Carta do IBRE/FGV, set. 2005, p. 8-10.
- 4 DORNBUSCH, Rudiger; FISCHER, Stanley. **Macroeconomia**. 5. ed. São Paulo: Makron/McGraw-Hill, 1991.
- 5 FIGUEIREDO, Francisco M. R. e FERREIRA, Thaís. P. Os Preços administrados e a inflação no Brasil. **Trabalho para Discussão do Banco Central do Brasil**, n.59, dez. 2002. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pec/wps/port/wps59.pdf>. Acesso em: 19 jun. 2007.
- 6 FRANKEL, J. e FROOT, K. A. Using survey data to test standard propositions regarding exchange rate expectations. *The American Economic Review*, v. 77 n.1, p. 133-153, mar. 1987. **In:** SANT'ANNA, João Paulo da F.P. Estudo da fluatibilidade do câmbio brasileiro. Dissertação de mestrado apresentada ao Programa de Pós-graduação em Economia da PUC-RJ. Rio de Janeiro: Pontificia Universidade Católica, jul. 2003. Disponível em: http://www2.dbd.puc-rio.br/pergamum/tesesabertas/0115505_03_pretextual.pdf. Acesso em: 18 jun. 2007.
- 7 FURUGUEM, Alberto. O que preocupa é o custo da dívida. **Conjuntura Econômica**, Rio de Janeiro, abr. 2002, p. 30-32.
- 8 _____. Bolha ou crescimento sustentado. **Conjuntura Econômica**, Rio de Janeiro, dez. 2003, p. 14-16.
- 9 _____. Ajuste fiscal: imagem e realidade. **Conjuntura Econômica**. Rio de Janeiro, jun. 2004, p 12-14.
- 10 GIAMBIAGI, Fábio; ALÉM, Ana C. **Finanças Públicas**. 2. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2000.
- 11 GIAMBIAGI, Fábio. Os benefícios do câmbio apreciado. **Conjuntura Econômica**. Rio de Janeiro, set. 2003, p 14-16.
- 12 GOLDFAJN, Ilan. Há razões para duvidar de que a dívida pública no Brasil é sustentável? **Nota técnica do Banco Central do Brasil**, n.25, jul. 2002. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pec/NotasTecnicas/Port/2002nt25fiscalsustainabilityp.pdf>. Acesso em 28 abr. 2007.

- 13 GOLDFAJN, Ilan; GUARDIA, Eduardo R. Regras fiscais e sustentabilidade da dívida no Brasil. **Nota técnica do Banco Central do Brasil**, n.39. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pec/NotasTécnicas/port/2003nt39RegraFiscSustentDivBrasIlp.pdf>. Acesso em 03 mar. 2007.
- 14 KEYNES, Jonh M. Teoria Geral do Emprego, do Juro e do Dinheiro. **In:** Coleção Os Economistas. São Paulo: Abril Cultural, 1983.
- 15 MEURER, Roberto; SAMOBYL, Robert. Dívida pública mobiliária federal brasileira: história recente e perspectivas explosivas. **Análise Econômica**. Porto Alegre, v. 20, n. 37, 2002, p. 89-105.
- 16 MODENESI, André M. Por que a Selic é tão alta no Brasil? **Jornal dos Economistas**, Rio de Janeiro, mai. 2006, p. 3-4.
- 17 NAGY, P.J. Country risk: how to assess, quantify, and monitor it. Londres: Euromoney publications, 1984. **In:** CANUTO, Otaviano. Risco, ajuste de portfólio? Conjuntura Econômica, Rio de Janeiro, jul. 2002, p. 26-27.
- 18 OREIRO, José L., SICSÚ, João, PAULA, Luiz F. Controle da dívida pública e política fiscal: uma alternativa para um crescimento auto-sustentado da economia brasileira. **In:** Agenda Brasil: Políticas Econômicas para o crescimento com estabilidade de preços. São Paulo: Manole, 2002, p. 117-152.
- 19 OURIVES, Lígia H. da C. A sustentabilidade da dívida pública brasileira na presença de déficit quase-fiscal. **In:** Finanças Públicas – VII Prêmio Tesouro Nacional. Brasília: ESAF, 2002, p. 16-79.
- 20 PÊGO FILHO, Bolívar; PINHEIRO, Maurício M. S. Os passivos contingentes e a dívida pública no Brasil. **In:** Finanças Públicas – VIII Prêmio Tesouro Nacional. Brasília: ESAF, 2003. Disponível em: http://www.stn.fazenda.gov.br/Premio_TN/VIIIPremio/1premio_afdp.pdf Acesso em: 10 jun. 2007.
- 21 PEREIRA, Luiz. C. B. e NAKANO, Yoshiaki. Uma Estratégia de Desenvolvimento com Estabilidade. **Revista de Economia Política**, v.22, n.3, jul-set. 2002, p. 146-180.
- 22 PEREIRA, Luiz C. B. A taxa de juros de equilíbrio de 9% e o modelo do Bc. **Jornal Valor Econômico**. Rio de Janeiro, 10 out. 2003.
- 23 _____. O Sistema Econômico Brasileiro. **Conjuntura Econômica**, Rio de Janeiro, abr. 2005, p. 16-17.